



N.º de solicitud: 00001-00107039.

Solicitante [REDACTED]

I) ANTECEDENTES

1. Con fecha 1 de agosto de 2025, ha tenido entrada en el Ministerio de Hacienda, solicitud de acceso a información pública registrada con el número de expediente 00001-00107039.
2. Que, en fecha 11 de agosto de 2025, se ha notificado a esta Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (en adelante, SEPI), a través de la Unidad de Información de Transparencia del Ministerio de Hacienda (en adelante, UIT), la solicitud de acceso a la información pública número de expediente 00001-00107039, presentada por [REDACTED] con D.N.I. [REDACTED] al amparo de la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de Transparencia, Acceso a la Información Pública y Buen Gobierno (en lo sucesivo, LTBG).
3. El interesado solicita la siguiente información: "Respecto al Acuerdo del Consejo de Ministros del 29.07.2025 por el que se autoriza a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) a suscribir una ampliación de capital por importe de 45 millones de euros y a suscribir obligaciones convertibles por importe de 30 millones a emitir por la sociedad Talgo S.A. SOLICITA EL ACCESO a los dos informes a que se refiere la siguiente información, aparecida en El confidencial (01.08.2025): SEPI encargó dos informes para validar en Consejo de Ministros el rescate de Talgo. El organismo público contrató dos asesores, Crowe y Garrigues, para realizar contrarreloj si la entrada en Talgo cumple criterios de mercado y jurídicos."



II) CONSIDERACIONES

II.1. Derecho de acceso

4. Establece el artículo 12 de la LTBG, que “todas las personas tienen derecho a acceder a la información pública, en los términos previstos en el artículo 105.b) de la Constitución Española, desarrollados por esta Ley”.
5. La solicitud presentada por parte del interesado cumple con las exigencias contenidas en el artículo 17 de la LTBG.
6. De conformidad con el apartado 1, del artículo 20 de la LTBG, el plazo para resolver la solicitud de información es de un mes a contar desde la recepción de ésta por parte del órgano encargado para resolver. Asimismo, la solicitud identifica suficientemente la información que interesa.

II.2. Límites al acceso

7. Se interesa el acceso a dos informes a los que se hace referencia en un medio de comunicación (El Confidencial) en fecha 1 de agosto de 2025 y en el que se indica el encargo realizado por SEPI a dos asesores con la finalidad de constatar “si la entrada en Talgo cumple criterios de mercado y jurídicos”.
8. Procede señalar que SEPI recabó del Consejo de Ministros autorización para llevar a cabo, bajo determinadas condiciones, una inversión. Dicha inversión será llevada a cabo por SEPI, en su caso, sólo si llegaran a cumplirse las condiciones fijadas y siempre y cuando las condiciones en atención a las cuales se solicitó la autorización se mantuvieran en el momento en que se hubiera de implementar sin variación significativa.
9. Asimismo, débase señalar que merced a lo dispuesto en su normativa reguladora, SEPI es un actor que actúa en el mercado con arreglo a Derecho Privado, conforme a estándares de inversión privada y en concurrencia con otros operadores de



mercado. La participación de SEPI en el mercado no debe representar una alteración de las condiciones del mercado en que participa ni afectar al resto de intervinientes en él.

10. Señala el artículo 14.1 de la Ley LTBG que: “1. El derecho de acceso podrá ser limitado cuando acceder a la información suponga un perjuicio para: [...] h) Los intereses económicos y comerciales; [...] k) La garantía de la confidencialidad o el secreto requerido en procesos de toma de decisión”.
11. A este respecto, la jurisprudencia señala que la aplicación de estos límites no es automática, debiendo realizarse, como indica el artículo 14.2 de la misma LTBG, un juicio ponderativo. En efecto, la aplicación de los límites será justificada y proporcionada a su objeto y finalidad de protección y atenderá a las circunstancias del caso concreto, especialmente a la concurrencia de un interés público o privado superior que justifique el acceso.
12. Así las cosas, la Resolución 500/2021, de 26 de noviembre del CTBG recoge la sentencia n.º 60/2016, de 18 de mayo de 2016, del Juzgado Central de lo Contencioso-Administrativo n.º 6 de Madrid, dictada en el PO 57/2015 (ES:AN:2016:4421), y afirma que, “en todo caso, los límites previstos se aplicarán atendiendo a un test de daño (del interés que se salvaguarda con el límite) y de interés público en la divulgación (que en el caso concreto no prevalezca el interés público en la divulgación de la información) y de forma proporcionada y limitada por su objeto y finalidad [...] La ley consagra la prevalencia del derecho subjetivo a obtener la información y correlativamente el deber de entregarla, salvo que concurran causas justificadas que limiten tal derecho, a las que se refiere el art. 14. Tales causas constituyen conceptos jurídicos indeterminados cuya relevancia y trascendencia deben ser concretadas en cada caso, ponderando los intereses en conflicto, como la norma indica, [...]”.



13. En este contexto, la información solicitada por el interesado podría suponer un perjuicio para los intereses económicos de SEPI y del mercado, y para la debida confidencialidad en los procesos de toma de decisión.

II.2.1.- Protección de los intereses económicos y comerciales

14. En el marco de la divulgación de información a mercado, el 24 de julio de 2025 Talgo, S.A., hizo pública la siguiente "Otra Información Relevante" disponible en la página web de la CNMV:

"TALGO, S.A. ("Talgo" o la "Sociedad") de conformidad con lo previsto en el artículo 227 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión comunica lo siguiente

OTRA INFORMACIÓN RELEVANTE

En el marco de la operación de reforzamiento de su estructura de capital que Talgo está tratando de llevar a cabo (la "Operación"), figura, entre otras transacciones, la potencial adquisición por parte de un grupo de inversores liderado por Clerbil, S.L. de una participación significativa del capital social de la Sociedad que podría alcanzar hasta el 29,7682%. Dentro del contexto de la Operación, Talgo, junto con Clerbil, S.L., ha formulado formalmente una invitación a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales ("SEPI") para que valore participar en la Operación mediante: 1. Una ampliación de capital por importe de 45.000.000 euros, mediante la emisión de hasta 10.588.235 nuevas acciones, con exclusión del derecho de suscripción preferente. 2. Una emisión de obligaciones convertibles en acciones por importe de 30.000.000 euros, también con exclusión del derecho de suscripción preferente. Ambas operaciones estarían sujetas a la previa aprobación por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Talgo, así como al cumplimiento íntegro de las obligaciones derivadas de la normativa societaria y del Mercado de Valores que resulte aplicable. Adicionalmente y como parte de la Operación, la Sociedad tiene previsto llevar a cabo otra emisión complementaria de obligaciones



convertibles destinadas a distintos inversores, entre ellos, Ekarpén, Fundación BBK, Clerbil y Fundación Vital por importe de 75.000.000, también sujeta a la aprobación previa por parte de la Junta General Extraordinaria y al cumplimiento de la normativa mencionada, así como una nueva estructura de endeudamiento. Esta invitación constituye una fase preliminar y exploratoria, y la ejecución definitiva de las operaciones que confirman la Operación estará sujeta, en todo caso, a la evaluación final y aprobación por parte de la Junta General Extraordinaria de Talgo. La Sociedad informará puntualmente al mercado sobre cualquier novedad o decisión relevante relacionada con la Operación.”

15. Ese mismo día SEPI hizo pública la siguiente información:

“La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (“SEPI”) ha venido analizando una eventual inversión en la sociedad cotizada Talgo, SA., en términos estrictos de mercado y sin participar con ella en ningún tipo de concierto con terceros. SEPI ha recibido una invitación formalizada para llevar a cabo dicha inversión, y se encuentra en fase de análisis y tramitación. Del resultado de dicha tramitación se dará cuenta al mercado. Lo que se comunica a los efectos oportunos.”

16. El 29 de julio de 2025 se publicó el comunicado de difusión de información privilegiada dirigido por parte de SEPI a la CNMV¹, en el que esta entidad de Derecho público señaló lo siguiente:

“La inversión toma especialmente en cuenta el conjunto de tecnologías y capacidades industriales con que cuenta Talgo, haciendo de esta compañía un actor clave para la movilidad ferroviaria en España. Esas fortalezas permiten sostener el plan de negocio que tiene previsto para los próximos años. Su ejecución será impulsada por un consorcio inversor de marcado perfil industrial y se verá facilitada por una reestructuración financiera que se ha proyectado para permitir acomodar el

¹ <https://www.cnmv.es/portal/informacion-privilegiada/resultado-ip?nif=A84453075&lang=es>



calendario de vencimientos y los recursos disponibles a la cartera de pedidos ya contratada. En este contexto, SEPI ha recibido autorización para llevar a cabo las siguientes operaciones: - Suscripción de un aumento de capital en Talgo por importe de 45 millones de euros con exclusión del derecho de suscripción preferente mediante la emisión y puesta en circulación de un máximo de 10.588.235 acciones de 0,301 euros de valor nominal cada una de ellas, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación a un tipo de emisión de 4,25 euros por acción, lo que equivale a un porcentaje accionarial de 7,8753% sobre el capital social ampliado. - Suscripción de obligaciones convertibles en acciones de Talgo por importe de 30 millones de euros con exclusión del derecho de suscripción preferente, a un tipo fijo del 10,21% anual, capitalizable y pagadero al vencimiento a 8 años (con eventual extensión a 10 años) en efectivo o con entrega de acciones (precio de conversión a 8 años o a valor de cotización con descuento del 30% a 10 años) todo ello a decisión de Talgo.

La inversión de SEPI, en estrictos términos de mercado, se efectuará sin participar con ella en ninguna clase de concierto con terceros.

La inversión de SEPI está sujeta al cumplimiento previo o simultáneo de una serie de condiciones, entre ellas:

- La adquisición por un consorcio inversor (el "Consortio Inversor") de 36.870.994 acciones al precio de 4,25 euros por acción representativas del 29,7682% de Talgo. Dichas acciones serían vendidas por Pegaso Transportation International, S.C.A.

El Consorcio Inversor está formado por entidades Clerbil, S.L., Finkatze Kapitala Finkatuz, S.A., Fundación Bancaria BBK y Fundación Bancaria Vital.

- La suscripción de obligaciones convertibles en acciones de Talgo por importe de 75 millones de euros por un grupo de inversores (el "Consortio Financiado") en las mismas condiciones que las que SEPI suscribirá.



El Consorcio Financiador estará formado por Ekarpen Private Equity, SA (con un 66,7%), la Fundación Bancaria BBK (con un 13,3%), Clerbil, SL (con un 13,3%) y la Fundación Bancaria Vital (con un 6,7%).

- La aprobación por las entidades financieras de una nueva estructura de endeudamiento integrada en dos tramos: financiación de 650 M€ con vencimiento a 6 años y una línea de circulante de 120 M€ con vencimiento a tres años con extensión automática durante dos años más. Adicionalmente se concederá una nueva línea de avales por parte de las entidades financieras de 500 M€.

La inversión autorizada se ejecutará una vez se hayan cumplido las condiciones señaladas y Talgo, en cumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa societaria y del Mercado de Valores que resulte aplicable, haya llevado a cabo las actuaciones de naturaleza societaria precisas para que se pueda materializar.”

17. Para el análisis de la eventual inversión por parte de SEPI, ésta ha podido acceder bajo estricto compromiso de confidencialidad, en el contexto de una *data room* restringida, a información de índole extremadamente sensible para los intereses de Talgo, S.A. Se contienen en dicha información los datos de los riesgos de diversa índole de la empresa, sus propias valoraciones, sus proyecciones de negocio, sus estrategias, etc., así como cuantos elementos de hecho lo sustentan. Esa clase de información es la que constituye propiamente secreto empresarial. A dicha información, por ejemplo, no acceden ni sus competidores ni sus clientes.
18. Sobre dicha información, SEPI llevó a cabo un análisis con el asesoramiento de sendos asesores independientes -cuyos informes constituyen la información a la que se pretende acceder- para valorar la oportunidad e idoneidad de la inversión que le fue ofrecida y que, aunque autorizada, está pendiente aún de consumarse. Para que llegue a materializarse deben previamente darse una serie de circunstancias que constituyen en todo caso condiciones suspensivas y deberá verificarse, llegado el



caso, que las mismas circunstancias que concurrieron al autorizarse la inversión se mantienen sin alteración sustancial que afecte a la rentabilidad esperada.

19. Tanto SEPI, como la propia Talgo, SA y el resto de partes interesadas en torno a la actividad de esta empresa podrían verse indebidamente afectadas por la divulgación de la información manejada por SEPI y que constituye el objeto de análisis de los asesores y que se refleja en sus informes.
20. Sin duda, la entidad más afectada en sus intereses económicos y empresariales sería la propia Talgo, S.A., cuyos secretos empresariales se verían públicamente expuestos con grave detrimento de su actividad empresarial en el marco de una economía de mercado. Obsérvese que en una *data room* -y este no fue caso distinto- se ponen a disposición de los inversores que suscriben un compromiso de estricta confidencialidad todas las informaciones necesarias para que el inversor valore de manera cabal y completa la situación actual de la empresa -con todas sus fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades de toda índole- y las perspectivas que presente el plan de negocio que la empresa plantee como contexto de la inversión ofrecida -ello comprende las estrategias para capturar las oportunidades comerciales que la empresa contemple, las fórmulas y términos de su financiación y, en su caso, refinanciación, los mecanismos para mitigar o evitar las amenazas y riesgos, etc.-. Ninguna empresa que opera en un ámbito competitivo sobrevive en el mercado si sus estrategias comerciales son desveladas a sus competidores, clientes, acreedores, etc. Por ello el mantenimiento del secreto sobre tal clase de información es objeto de protección por la legislación penal y debe ser manejada con extrema cautela por aquellos que resultan autorizados a conocerla.
21. Por extensión, el grave perjuicio a Talgo, SA que supondría airear sus estrategias empresariales afectaría negativa y severamente a los distintos colectivos de personas físicas y jurídicas cuyos intereses se ven actualmente comprometidos por la actividad de Talgo, S.A. Ello comprende a los accionistas de una sociedad cotizada, miles de trabajadores, numerosos clientes dentro y fuera de España (entre ellos,



operadores ferroviarios de cuya actividad depende un servicio de singular importancia para la ciudadanía y el tejido económico), proveedores comerciales que sustentan la cadena auxiliar de suministro, acreedores financieros, garantes por operaciones financieras y comerciales, etc.

22. Asimismo, los intereses económicos de SEPI se verían igualmente afectados (i) si decidiera llevar a cabo la inversión autorizada, pues se materializaría en una entidad económicamente debilitada según se ha expuesto más arriba; (ii) o, alternativamente, si hubiera de optar por no materializar la inversión debido al impacto que la divulgación de los secretos empresariales hubiera llegado a producir.
23. Al mismo escenario de afectación en sus intereses económicos se verían arrastrados otros inversores en Talgo, SA, entre ellos, los que se refieren las informaciones publicadas ante la CNMV.
24. La inversión que pudiera llevar a cabo SEPI tiene entidad suficiente para poder afectar a la cotización del valor y, por dicho motivo, fue objeto de comunicación a mercado en orden a una adecuada gestión de la información privilegiada. Por así exigirlo el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado, SEPI no debe ofrecer información asimétrica con contenidos distintos de los que por el cauce de la CNMV debe facilitar al mercado.
25. Recordemos que es misión de SEPI rentabilizar sus participaciones empresariales. En el presente caso, si bien no se ha ejecutado la entrada en el capital de Talgo, S.A., acceder a la información demandada afectaría directamente al plan de negocio de SEPI.



II.2.2.- Garantía de la confidencialidad o secreto requerido en procesos de toma de decisión

26. De lo anteriormente expresado se desprende que es inherente al buen fin de la operación que ésta se desarrolle en la estricta confidencialidad; y precisamente así lo tiene pactado SEPI con las distintas partes interesadas (la propia Talgo, SA, inversores y los diversos asesores intervinientes), sin que pueda separarse de tal compromiso contractualmente asumido. No podemos olvidar que los asesores fueron contratados para analizar una información confidencial, por lo que acceder a esos informes supone dar a conocer esa información confidencial per se.

II.3. Ponderación de intereses

27. Expuesto lo anterior, el artículo 14.2 de la LTBG prevé que “la aplicación de los límites será justificada y proporcionada a su objeto y finalidad de protección y atenderá a las circunstancias del caso concreto, especialmente a la concurrencia de un interés público o privado superior que justifique el acceso”.
28. La ponderación del interés público o privado, así como la aplicación de los límites del artículo 14 LTBG, de acuerdo con el Criterio interpretativo 2/2015, de 24 de junio, la doctrina especializada y el preámbulo de la LTBG requiere de la realización del test del daño y del test del interés público.

II.3.1. Test del daño

29. En los párrafos precedentes ha quedado hecha exposición de los perjuicios que se derivarían de la pública comunicación de los informes solicitados. Ello entraña (i) un claro y severo perjuicio a los intereses económicos y empresariales de la propia Talgo, SA, de los inversores que tienen prevista una inversión en esta compañía, en el resto de accionistas, acreedores y demás partes interesadas, así como para la propia SEPI; (ii) en aras a preservar dichos intereses, se vería quebrantada la confidencialidad estipulada; y (iii) por estar aún pendiente de materializar la



operación mientras penden las condiciones suspensivas, podría provocarse una alteración de las circunstancias afectando así a la decisión sobre la inversión autorizada que para su final ejecución habrá que tomar.

30. Todo lo expuesto permite concluir que existe un daño concreto, definido y evaluable.

II.3.2. Test del interés público

31. El test del interés público tiene como finalidad determinar si existe un interés público o privado superior que justifique el acceso a la información solicitada, incluso cuando concurren límites legalmente establecidos. Este análisis debe realizarse de forma justificada, proporcionada y contextualizada, atendiendo a las circunstancias del caso concreto, tal como exige el artículo 14.2 de la LTBG y el Criterio Interpretativo 2/2015 del CTBG.
32. En el presente caso, no se ha aportado un interés distinto del que cabe presumir como mero conocimiento de la gestión pública.

II.3.3. Ponderación

33. La ponderación a la que obliga el artículo 14.2 de la LTBG exige efectuar una contraposición entre la importancia de los intereses que se encuentran en conflicto.
34. En el presente caso, prevalece la importancia relativa de los intereses que se verían dañados por la revelación de la información frente al interés en conocer el contenido de los informes. Se estima más digno de protección por la importancia sumamente relevante que tiene la actividad industrial de Talgo, S.A., para el conjunto de los intereses que esta empresa afecta. Afectar negativamente a los planes de negocio de Talgo, S.A., supone afectar negativamente a un abanico de personas físicas y jurídicas tan relevante que casi podría entenderse que afecta al interés general.



35. En efecto:

- (i) El solicitante no ha aportado una motivación concreta que permita identificar un interés público superior que justifique el acceso a los informes requeridos. La solicitud se limita a reproducir una noticia periodística sin argumentar cómo el acceso a dicha información contribuiría al control ciudadano, a la rendición de cuentas o a la mejora de la gestión pública.
- (ii) Los informes solicitados contienen análisis jurídicos y financieros elaborados por asesores externos en el marco de una operación empresarial compleja, aún en curso, y condicionada a la actuación de terceros. Esta información está sujeta a cláusulas de confidencialidad y a la normativa de los mercados de valores.
- (iii) La operación de inversión en Talgo S.A. está en fase preparatoria y su éxito depende de la discreción y del cumplimiento de condiciones externas. En este contexto, la divulgación de los informes podría:
 - Frustrar la operación.
 - Generar perjuicios económicos y reputacionales.
 - Vulnerar derechos de terceros.

La proporcionalidad exige que el acceso se limite cuando el daño potencial supera el beneficio público derivado de la divulgación, y cuando no existe una necesidad imperiosa de conocimiento público en ese momento.

36. En atención a lo expuesto, se concluye que:

- No se acredita un interés público superior que justifique el acceso a los informes solicitados.



- La operación está en curso y sujeta a condiciones que requieren confidencialidad.
- La divulgación podría causar un perjuicio grave a intereses económicos, comerciales y estratégicos.

Por tanto, conforme al artículo 14.2 de la LTBG, procede limitar el derecho de acceso, en aplicación proporcionada y justificada de los límites legales.

37. En virtud de cuanto antecede, **RESUELVO:**

- **DENEGAR** el acceso a la información pública interesada por [REDACTED] en los términos que constan en la presente resolución.

En Madrid a fecha de la firma electrónica.

Javier Morales Abad.

Secretario del Consejo y Director de Asuntos Jurídicos de SEPI.

Contra la presente resolución cabe interponer recurso contencioso-administrativo ante los Juzgados Centrales de lo Contencioso-Administrativo en el plazo de los dos meses siguientes a su notificación (artículos 9.1 c), 25 y 46 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa), o bien, potestativamente,



reclamación ante el Consejo de Transparencia y Buen Gobierno en el plazo de un mes (artículos 23 y siguientes de la LTBG).