

Ccent. 23/2025

CUF/ HPA

**Decisão de Não Oposição com Condições e Obrigações
da Autoridade da Concorrência**

[alínea a) do n.º 1 e n.º 3 do artigo 53.º da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio]

27/01/2026

**DECISÃO DE NÃO OPOSIÇÃO COM CONDIÇÕES E OBRIGAÇÕES
DA AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA**

Processo Ccent. 23/2025 – CUF/ HPA

1. OPERAÇÃO NOTIFICADA

1. Em 26 de março de 2025, foi notificada à Autoridade da Concorrência (“AdC”), nos termos dos artigos 37.º e 44.º da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio (“Lei da Concorrência”), a operação de concentração que consiste na aquisição, pela CUF – Sociedade Gestora de Participações, S.A. (“CUF” ou “Notificante”), do controlo exclusivo sobre o Hospital Particular do Algarve, S.A. (“HPA” ou “Adquirida”).
2. A operação notificada configura uma concentração de empresas na aceção da alínea b) do n.º 1 do artigo 36.º da Lei da Concorrência, conjugada com a alínea a) do n.º 3 do mesmo artigo, e está sujeita à obrigatoriedade de notificação prévia por preencher, pelo menos, as condições enunciadas nas alíneas b) e c) do n.º 1 do artigo 37.º do mesmo diploma.
3. Em 16 de julho de 2025, a AdC decidiu, nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 50.º da Lei da Concorrência, dar início a esta investigação aprofundada por considerar que, perante os elementos recolhidos até ao momento, não se podia excluir que a referida operação de concentração pudesse criar entraves significativos à concorrência efetiva no mercado nacional (ou em parte deste) da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas (“Decisão de Passagem a Investigação Aprofundada” ou “DPIA”).
4. Em 17 de dezembro de 2025, a Notificante submeteu, ao abrigo do disposto no n.º 1 do artigo 51.º da Lei da Concorrência, um primeiro conjunto de Compromissos com vista a afastar as preocupações jusconcorrenciais identificadas na DPIA. A este conjunto inicial seguiram-se um segundo e um terceiro pacotes, respetivamente a 23 de dezembro de 2025 e a 7 de janeiro de 2026.¹
5. A avaliação conduzida pela AdC, bem como o próprio teste de mercado, resultaram na necessidade de a CUF introduzir, a 23 de janeiro, um conjunto de alterações (não estruturais) aos compromissos com vista a aumentar a sua eficácia e eficiência por um lado, e aumentar a salvaguarda de que respetiva execução não se encontraria exposta a determinadas categorias de riscos, por outro.²

¹ Respetivamente, E-AdC/2025/6737 (17 de dezembro), E-AdC/2025/6865 (23 de dezembro) e E-AdC/2026/73+81 (7 de janeiro).

² E-AdC/2026/374, de 23.01.

6. Nos termos do n.º 1 do artigo 55.º da Lei da Concorrência, foi solicitado parecer à Entidade Reguladora da Saúde (“ERS”).³

2. AS PARTES

2.1. Notificante

7. A CUF – Subsidiária gestora de participações sociais (“CUF SGPS”) é diretamente detida a 100% pela CUF, S.A., sociedade *holding* do Grupo CUF, o qual compreende um conjunto de empresas que opera primordialmente na prestação de cuidados de saúde. Por sua vez, a CUF S.A. é detida em 65,85% pela José de Mello Capital, S.A., em 30% pela Farminveste, S.A. (“Farminveste”)⁴, e em 4,15% pela Fundação Amélia de Mello, sendo conjuntamente controladas pelas duas primeiras.⁵ O Grupo CUF compreende um conjunto de empresas que opera primordialmente na prestação de cuidados de saúde hospitalares, o qual compreende 12 hospitais e 17 clínicas.
8. Os volumes de negócios realizados pela Notificante, em Portugal⁶, no Espaço Económico Europeu (“EEE”) e a nível mundial, no ano de 2023⁷, são os seguintes:

Tabela 1 – Volume de Negócios (Milhões de Euros) da Notificante, em 2023

	Portugal	EEE	Mundial
Grupo CUF	[>100]	[>100]	[>100]
CUF SGPS	[>100]	[>100]	[>100]

Fonte: Notificante.

³ S-AdC/2025/1392 com registo de 2 de abril.

⁴ A Farminveste encontra-se ainda presente em diversas áreas da cadeia de valor do setor farmacêutico, nomeadamente: (i) na distribuição grossista de produtos farmacêuticos, através das sociedades Alliance Healthcare e Alliance Healthcare Açores; (ii) na prestação de serviços logísticos associados a produtos farmacêuticos, incluindo o armazenamento inicial do *stock* pós-produção, através da Alloga Portugal, Lda.; e (iii) na armazenagem e distribuição de produtos e equipamentos farmacêuticos, sanitários, de higiene e outros bens conexos, bem como, de forma mais geral, na prestação de serviços às indústrias farmacêutica e da saúde, por intermédio da Alloga Logifarma, S.A..

⁵ Vide decisão no processo Ccent. 49/2020 – JMC*Farminveste/CUF.

⁶ Quer o Grupo CUF quer a CUF SGPS só realizaram volume de negócios em território nacional.

⁷ De acordo com a Notificante, a informação financeira do Grupo CUF respeitante ao ano de 2024 ainda não se encontra disponível.

2.2. Adquirida

9. O HPA é uma sociedade *holding* do Grupo HPA, um grupo hospitalar privado que detém unidades hospitalares e clínicas localizadas na região do Algarve, na região do Alentejo e na Região Autónoma da Madeira. As entidades que integram o Grupo HPA desenvolvem atividades na prestação de serviços médicos, em rede, em diversas especialidades e outras atividades complementares (como serviços auxiliares de diagnóstico e serviços de anatomia patológica). A Adquirida presta, ainda, serviços de medicina dentária sob a marca “Dental HPA”, os quais são prestados de modo integrado com a rede do Grupo HPA.
10. Os volumes de negócios realizados pela Adquirida, em Portugal⁸, no Espaço Económico Europeu (“EEE”) e a nível mundial, no ano de 2023⁹, são os seguintes:

Tabela 2 - Volume de Negócios (Milhões de Euros) da Adquirida, em 2023

	Portugal	EEE	Mundial
HPA	[>100]	[>100]	[>100]

Fonte: Notificante.

3. NATUREZA DA OPERAÇÃO

11. A operação notificada consiste na aquisição, pela Notificante, do controlo exclusivo sobre o HPA. Atendendo às atividades desenvolvidas pela Notificante e pela Adquirida, a operação assume uma natureza horizontal e não-horizontal, tal como se explicitará *infra*.

4. MERCADOS RELEVANTES

4.1. Mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas

12. Conforme referido, a operação de concentração consiste na aquisição, pela Notificante CUF, do controlo exclusivo sobre o Grupo HPA, grupo que detém e explora diversas unidades de saúde privadas localizadas nas regiões do Algarve, do Alentejo e da Região Autónoma da Madeira (“RAM”).

⁸ O HPA só realizou volume de negócios em território nacional.

⁹ De acordo com a Adquirida, a informação financeira do HPA respeitante ao ano de 2024 ainda não se encontra disponível.

Versão Pública

13. A Notificante considera, de acordo com a prática decisória da AdC¹⁰, que o mercado do produto relevante, para efeitos da análise da operação de concentração, deve corresponder ao mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas.
14. Com efeito, a AdC tem vindo a segmentar o mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares em função da natureza do prestador – i.e., público ou privado/social –, considerando que as entidades públicas e as entidades privadas não exercem, em regra, uma pressão concorrencial suficientemente significativa entre si.¹¹
15. Este entendimento tem por base as diferentes características apresentadas pelos setores público e privado, nomeadamente ao nível das condições de acesso aos cuidados de saúde e, em particular, um conjunto de fatores que relevam para a definição das preferências dos utentes, tais como os tempos de espera, o conforto, a qualidade das instalações, a reputação da equipa técnica e os preços praticados.
16. Ainda que a Notificante não subscreva integralmente a segmentação adotada – por entender que “(...) a substituibilidade da procura e da oferta tem vindo a progredir no sentido de colocar os setores público e privado da prestação de cuidados de saúde em concorrência entre si” –, aceita, contudo, que “(...) no momento atual, ainda possa fazer sentido proceder à segmentação entre cuidados de saúde hospitalares prestados por entidades públicas e por entidades privadas”.
17. Adicionalmente, a prática decisória da AdC tem vindo a adotar uma delimitação do mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares em *cluster*, englobando no mesmo mercado a generalidade dos serviços hospitalares, afastando-se, assim, de uma delimitação assente no tipo de especialidade ou de ato médico.
18. Esta delimitação em *cluster* justifica-se não apenas por razões de substituibilidade do lado da oferta, mas também pelo facto de os prestadores de cuidados de saúde hospitalares disponibilizarem, em regra, uma oferta integrada e coordenada entre as suas diferentes unidades, abrangendo a maioria das especialidades ou atos médicos de natureza hospitalar.
19. Denote-se, todavia, que apesar da delimitação de mercado em *cluster* abarcar todo o tipo de cuidados de saúde – o que poderia sugerir, *prima facie*, uma delimitação ampla do mercado –, ao considerar-se apenas a oferta hospitalar e a realizada em unidades ambulatoriais que atuam numa lógica coordenada com a oferta hospitalar, excluem-se da

¹⁰ Cf. Decisões da AdC nos processos Ccent. 56/2023 – CUF/CMAS, §8; Ccent. 2/2023 – CUF/HIA, §16; Ccent. 25/2021 – SCML/SG HCV, §§34 a 38; Ccent. 6/2018 – Luz Saúde/Idealmed III*Imacentro*Ponte Galante, §§16 e 17; Ccent. 21/2017 – Luz Saúde/British Hospital, §§16 e 17; Ccent. 29/2016 – Lusíadas/Clisa, §§35 a 38; Ccent. 28/2016 – Lusíadas/Clinica de Santa Tecla, §§35 a 38; Ccent. 18/2015 – JMS/HPS, §§26 e 27; de entre outros processos.

¹¹ Esta posição é partilhada pela ERS num recente estudo (“Estudo da ERS”), disponível em <https://www.ers.pt/media/ovicnwjx/estudo-sobre-a-concorrenca-no-setor-hospitalar-n%C3%A3o-publico-10-12-2024.pdf>, pp. 13-14.

Versão Pública

estrutura de oferta outros operadores, como consultórios privados, laboratórios e unidades que prestam serviços de meios complementares de diagnóstico e terapêutica, considerando-se, assim, apenas os estabelecimentos privados que apresentam uma oferta integrada de cuidados de saúde hospitalares.

20. Face ao exposto, a AdC considera que o mercado relevante para efeitos do presente procedimento é o *mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas*.
21. No que respeita ao mercado geográfico relevante, a AdC tem considerado que o mesmo tem um âmbito tendencialmente regional.
22. Em concreto, a AdC tem baseado a sua conclusão em considerações do lado da procura, nomeadamente, o tempo de deslocação máximo que o utente está disposto a percorrer para receber um determinado tratamento, i.e., até 30 minutos de deslocação em automóvel para a generalidade dos serviços e até 90 minutos para cirurgias.
23. Para efeitos desta delimitação, a AdC, embora considere um âmbito geográfico definido com base nas áreas de influência (determinadas pelo tempo de deslocação em automóvel), tem, frequentemente, adotado como *proxy* as unidades territoriais de nível III (NUTS III), já estabelecidas para fins estatísticos ou administrativos.
24. A Notificante considera que quanto à delimitação geográfica deste mercado, a mesma deve ser regional, i.e., ao nível de cada NUT III.
25. Atendendo a que as conclusões da avaliação jusconcorrencial não se alteram em função da exata delimitação do mercado geográfico – i.e., tendo em consideração o tempo de deslocação em automóvel (30 ou 90 minutos) ou as NUTS III –, a AdC considera deixar em aberto a exata delimitação geográfica regional do mercado.¹²
26. Tendo em conta todo o *supra* exposto, considera-se como relevante o ***mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas, de âmbito regional***.

4.2. Mercado da prestação de serviços de saúde oral

27. O Grupo HPA encontra-se igualmente ativo na prestação de serviços de saúde oral através de clínicas de medicina dentária sob a marca “Dental HPA”.

¹² Sem prejuízo, importa referir que o carácter regional do mercado geográfico relevante não obsta, por si só, à possibilidade de a operação produzir efeitos concorrenciais a nível nacional, atendendo à lógica contratual entre prestadores e entidades financiadoras. Com efeito, a contratação pelas seguradoras e subsistemas ocorre, em regra, numa base centralizada e com vista à constituição de redes de cobertura territorial alargada, sendo negociada ao nível do grupo empresarial e desenvolvida numa ótica nacional ou, pelo menos, suprarregional. Neste enquadramento, a contratação simultânea de unidades dispersas geograficamente permite que os efeitos da operação se repercutam para além dos mercados locais, o que se afigura especialmente relevante na presente operação, considerando a expressão nacional e regional das Partes, não obstante a ausência de sobreposição direta das respetivas áreas de influência.

Versão Pública

28. A Notificante refere que a AdC, na sua prática decisória¹³, tem vindo a definir o mercado relevante da prestação de serviços de saúde oral, *"considerando desnecessárias eventuais segmentações mais finas do mercado, as quais não influiriam na apreciação das transações notificadas, face à inexistência de quaisquer preocupações jusconcorrenciais"*.¹⁴
29. No que respeita à presente operação de concentração, a Notificante entende que esta não suscita preocupações jusconcorrenciais no mercado da prestação de serviços de saúde oral, independentemente de este ser delimitado em função do tipo de serviço especificamente prestado (por exemplo, cirurgia oral ou serviços de próteses dentárias), *"[...] atendendo ao facto de a CUF apenas prestar este serviço de forma residual, através de 10 unidades da rede CUF e 2 unidades dedicadas em Lisboa e Santarém (CUF Medicina Dentária Braamcamp e CUF Medicina Dentária Santarém), não se verificando, desse modo, nenhuma sobreposição vertical ou horizontal relevante"*.¹⁵
30. Adicionalmente, segundo o entendimento da Notificante, os serviços de cirurgia maxilofacial e otorrinolaringologia fazem parte do mesmo mercado da prestação de serviços de saúde oral, *"[...] porquanto estes serviços são realizados na generalidade das clínicas dentárias"*.¹⁶
31. Deste modo, e em linha com a prática decisória da AdC, a Notificante considera que o mercado relevante corresponde à prestação de serviços de saúde oral, não considerando como autónomos, nomeadamente, os serviços de cirurgia maxilofacial e otorrinolaringologia.
32. No que respeita ao âmbito geográfico do mercado da prestação de serviços de saúde oral, a Notificante refere que a AdC, na sua prática decisória¹⁷, tem vindo a adotar uma delimitação geográfica de natureza local, com base na matriz regional definida pela Entidade Reguladora da Saúde, a qual assenta nas Regiões de Referência para Avaliação em Saúde ("RRAS").¹⁸

¹³ Cf. Decisões da AdC nos processos Ccent. 38/2015 – *Vallis Sustainable/32 Senses* e Ccent. 35/2023 – *CUF/AtlantiCare*.

¹⁴ Formulário de Notificação ("FN"), secção 4.1.B.

¹⁵ *Idem*.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ Cf. Decisões da AdC nos processos Ccent. 35/2011 - *32 Senses (Fundo Inter-Risco II)/Clínicas Dentária*, Ccent. 33/2013 - *Vallis*Inter-Risco II/32 Senses*, Ccent. 38/2015 - *Vallis Sustainable/32 Senses*, Ccent. 35/2023 - *CUF/AtlantiCare*, e Ccent. 78/2023 - *Lusíadas/Dr. Well's*.

¹⁸ FN, secção 4.2.B.

33. No entanto, a Notificante "*considera que esta limitação geográfica encontra-se ultrapassada, devendo a definição do mercado geográfico relevante, [...], ser regional, i.e. ao nível de cada NUTS III*".¹⁹
34. Atendendo a que não se verifica qualquer sobreposição relevante entre as atividades desenvolvidas pelas Partes no presente mercado, independentemente da exata delimitação do mesmo, a AdC considera poder deixar em aberto a delimitação do mercado relevante, nas suas vertentes do produto e geográfica. Acresce que, não se antevendo, em qualquer cenário de definição razoável de mercado relevante, a existência de preocupações de natureza jusconcorrencial, a AdC não prosseguirá com uma análise jusconcorrencial adicional relativamente a estes mercados.

4.3. Mercado da prestação de serviços de telemedicina no território nacional

35. O Grupo HPA encontra-se igualmente ativo na prestação de serviços de telemedicina, desenvolvidos de forma integrada e complementar aos serviços disponibilizados pelas suas unidades clínicas.
36. Contudo, a Notificante refere que a prestação de serviços de telemedicina constitui uma componente imaterial no volume de negócios, quer da própria Notificante, quer da Adquirida, correspondendo, respetivamente, a faturações de €[<200.000] e €[<5.000], valores que representam significativamente menos de 1% da faturação global de cada uma das Partes.
37. Dados os elementos apresentados pela Notificante, e a evidente falta de impacto material da concentração a este nível, conclui-se que da presente operação não resultará qualquer impacto jusconcorrencial sobre este eventual mercado da prestação de serviços de telemedicina, independentemente da exata delimitação do mesmo, pelo que se considera dispensável uma análise jusconcorrencial adicional no mercado em questão.

5. MERCADOS RELACIONADOS

38. Considerando as atividades desenvolvidas, direta ou indiretamente, pela Notificante e pelas empresas do Grupo Farminveste – que, conforme referido anteriormente, controla a CUF em conjunto com o Grupo José de Mello –, identificam-se os seguintes mercados relacionados:
- (a) *Mercados da distribuição grossista de produtos farmacêuticos no território nacional, nos quais uma das empresas-mãe da CUF, a Farminveste, está presente através da Alliance Healthcare, S.A. (em controlo conjunto com a AmeriSourceBergen)*²⁰;

¹⁹ Idem.

²⁰ Entre outras, Ccent. 16/2017 – Farminveste-Alliance Boots – Alliance Healthcare.

Versão Pública

- (b) *Mercado da prestação de serviços de logística de produtos farmacêuticos no território nacional*, no qual a Farminveste está presente através da Alloga Portugal, Lda.; e
- (c) *Mercado da saúde ocupacional, nas suas vertentes de saúde e segurança no trabalho, por NUTS III – Algarve, Baixo Alentejo, Alentejo Litoral e Região Autónoma da Madeira*, e no qual está presente a CUF, através da sua participação na Preveris – Prevenção, Saúde e Segurança no Trabalho, S.A. ("Preveris").
39. De acordo com a prática decisória da AdC²¹, *a distribuição grossista de produtos farmacêuticos no território nacional* é segmentada, para efeitos de delimitação de mercados relevantes ou relacionados, por tipologia de produtos (medicamentos comparticipados, não comparticipados e outros produtos de saúde) e com âmbito geográfico nacional.
40. Por sua vez, *o mercado da prestação de serviços de logística de produtos farmacêuticos no território nacional* – onde a Alloga Portugal presta serviços de logística farmacêutica, incluindo o armazenamento inicial do stock pós-produção – tem vindo a ser definido como um mercado nacional autónomo distinto da distribuição grossista tradicional.
41. Relativamente aos mercados relacionados *supra* definidos, são mercados já amplamente analisados pela AdC em decisões recentes, nomeadamente nos processos Ccent. 55/2024 – *Alliance Healthcare/Alloga Logifarma* e Ccent. 38/2018 – *AH*IBERFAR/Logifarma*, não tendo sido identificados novos elementos que justifiquem alterações às delimitações anteriormente adotadas pela Autoridade. Deste modo, considera-se a delimitação adotada pela AdC no passado, não se identificando, contudo, quaisquer preocupações jusconcorrencias relevantes para efeitos da presente análise, no que respeita a estes mercados relacionados.
42. No que respeita ao *mercado da saúde ocupacional*, a Preveris presta serviços integrados de saúde ocupacional, abrangendo serviços médicos e técnicos em saúde e segurança no trabalho, incluindo ações de prevenção, diagnóstico, tratamento e reabilitação, conforme reconhecido pela prática decisória recente da AdC²².
43. Em linha com a prática decisória da AdC²³, este mercado integra conjuntamente as vertentes de saúde e segurança no trabalho, sem necessidade de segmentação adicional.
44. No que respeita ao seu âmbito geográfico, a AdC considera adequado, para efeitos do presente procedimento, deixar em aberto a delimitação geográfica concreta (nacional ou local – NUTS III), uma vez que as conclusões da análise jusconcorrencial não seriam distintas em qualquer cenário geográfico considerado.

²¹ Entre outras, Ccent. 55/2024 – *Alliance Healthcare/Alloga Logifarma* e Ccent. 38/2018 – *Alliance Healthcare/Logifarma*.

²² Cfr. Ccent. 35/2023 – *CUF/AtlantiCare* e Ccent. 56/2023 – *CUF/CMAS*.

²³ Cfr. Ccent. 45/2019 – *SAGIES/ICIL*CNM*.

45. Atenta a ausência de indícios de que a operação de concentração em apreço seja suscetível de originar entraves significativos à concorrência nos mercados relacionados identificados ou, ainda, decorrente da relação destes com os mercados relevantes *supra* identificados – nomeadamente por via de um reforço da integração vertical da Notificante decorrente da aquisição do Grupo HPA –, considera a AdC dispensável a realização de uma análise jusconcorrencial adicional relativamente a quaisquer efeitos de natureza vertical.
46. De facto, ainda que a Notificante, através, respetivamente, da Alliance Healthcare e da Alloga Portugal, se encontre indiretamente ativa nos mercados de *distribuição grossista de produtos farmacêuticos* e no mercado de *serviços de logística farmacêutica*, não se verifica qualquer impacto relevante decorrente da presença da Notificante nestes mercados.
47. Com efeito, e sem prejuízo de a quota da Notificante ser ligeiramente inferior a [20-30]% ao nível da distribuição grossista de produtos farmacêuticos, os mercados identificados no §37(a) apresentam uma estrutura que conta com a presença de vários operadores relevantes, designadamente o Grupo OCP (com uma quota de cerca de [20-30]%), a Plural (aproximadamente [10-20]%), a Cooprofar (cerca de [10-20]%) e a Empifarma (cerca de [10-20]%). No que respeita ao mercado identificado no §37(b), onde a Alloga detém uma quota de aproximadamente [20-30]%, subsiste igualmente a presença no mercado de vários operadores relevantes, salientando-se, em particular, o Grupo Rangel (cerca de [20-30]%), a ID Logistics (cerca de [10-20]%) e a OWN Log (cerca de [0-10]%).
48. Em todo o caso, mesmo admitindo – a título meramente hipotético – a possibilidade de a Notificante dispor de capacidade para implementar estratégias de encerramento de mercado com vista a beneficiar a entidade integrada verticalmente, entende a AdC ser pouco plausível que existam incentivos, ou que os mesmos sejam reforçados em resultado da presente operação, à adoção de tais comportamentos.
49. Com efeito, (i) a estrutura da oferta nos mercados relacionados permanece inalterada na sequência da operação de concentração; (ii) os concorrentes das Partes continuarão a dispor de alternativas relevantes e viáveis; (iii) a Farminvest não detém o controlo exclusivo da CUF, mitigando, conseqüentemente, os incentivos à implementação de estratégias de encerramento; e (iv) não se verifica, à data, qualquer evidência de adoção, por parte da Notificante, de práticas de encerramento de mercado destinadas a favorecer as suas unidades – mesmo em regiões onde a CUF já detém uma posição de liderança. Nestes termos, a AdC considera pouco plausível que a aquisição do Grupo HPA venha a desencadear incentivos para a implementação de estratégias de encerramento de mercado.
50. Quanto ao mercado identificado no §37(c) – *saúde ocupacional* –, a Notificante tem presença limitada através da Preveris – com quotas inferiores a [0-5]% a nível nacional e em todas as regiões NUTS III consideradas (Algarve, Baixo Alentejo, Alentejo Litoral e Madeira). Acresce que a Adquirida detém uma participação minoritária, e sem controlo, na Prévía Safe, cuja contribuição para a quota conjunta é residual. Assim, conclui-se igualmente que a presente operação não gera riscos relevantes à concorrência neste mercado ou decorrente da relação entre este mercado e o mercado relevante *supra* identificado.

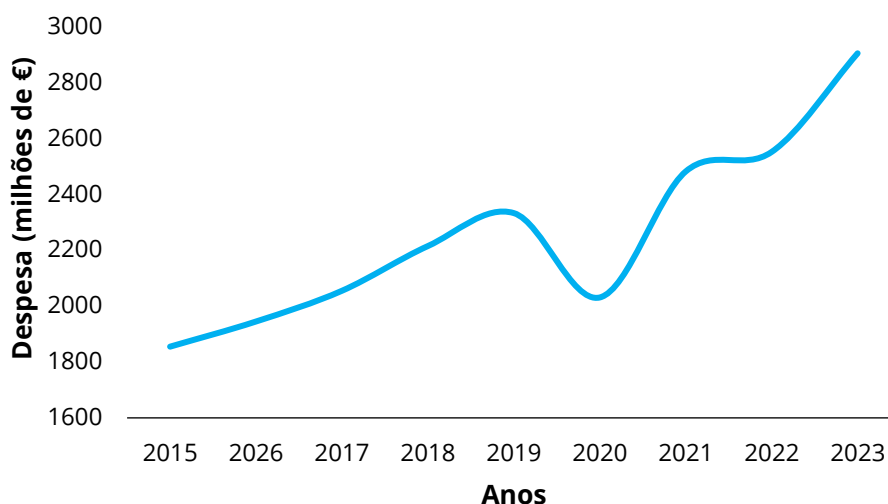
6. AVALIAÇÃO JUSCONCORRENCIAL

6.1. Caracterização do setor de cuidados de saúde hospitalares privados em Portugal

6.1.1. Caracterização da procura

51. Nos últimos anos, tem-se registado um crescimento acentuado da procura de serviços de saúde privados. Com efeito, o supracitado Estudo da ERS²⁴ refere, com base nos dados do Instituto Nacional de Estatística (“INE”), que “[e]m Portugal, verifica-se há mais de uma década um crescimento significativo da importância do setor hospitalar privado no sistema de saúde, o que se reflete no aumento da despesa neste setor”²⁵. De facto, entre 2015 e 2023, as despesas com cuidados de saúde hospitalares em estabelecimentos privados aumentaram mais de 50%, refletindo uma expansão significativa da procura neste segmento do mercado.

Figura 1 – Despesas em hospitais privados (em milhões de euros)



Fonte: Dados extraídos do Estudo da ERS – “Estudo sobre a concorrência no setor hospitalar não público” (Tabela 3, p.9).

52. Em linha com os dados divulgados pelo INE, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF)²⁶ refere que “[o]s seguros de saúde mais do que duplicaram numa

²⁴ Cfr. nota de rodapé 10.

²⁵ Estudo da ERS, pp. 44.

²⁶ Cfr. <https://www.asf.com.pt/w/observatorio-dos-seguros-de-saude-indicadores-mercado-seguros-de-saude>.

década (...), tendo sido registado em 2023 um aumento de 18,3% face ao ano anterior, ultrapassando o valor de 1420 milhões de euros em termos de prémios brutos emitidos”.

53. A mesma entidade indica ainda que, no período em análise e no que respeita a seguros de saúde se verificou “um aumento de 7,2% do número de apólices emitidas e de 5,8% em relação ao número de pessoas seguras, tendo o setor segurador registado em 2023 um total de 3,9 milhões de pessoas seguras”, bem como que “[o] valor do prémio médio por pessoa segura tem vindo a crescer, registando um acréscimo em 2023 de 11,8% face a 2022, passando de 324,45€ para 362,61€”.
54. De igual modo, o número de beneficiários dos subsistemas complementares de saúde, em particular da ADSE – o maior subsistema complementar de saúde em Portugal –, tem também vindo a aumentar. Entre 2020 e 2024, o número total de beneficiários registou um crescimento de cerca de 11%²⁷, refletindo a expansão da procura por cobertura de cuidados de saúde no setor privado através deste subsistema.
55. Em particular, a ADSE (subsistema dos funcionários e pensionistas do Estado) abrangia, em 2022²⁸ e 2023²⁹, respetiva e aproximadamente, 1,27 milhões e **[1-1,5]** milhões de beneficiários – cerca de 12% da população –, constituindo um importante canal de procura para os prestadores privados.³⁰
56. Ora, a procura de cuidados de saúde hospitalares privados por parte dos utentes finais em Portugal é influenciada pelos mecanismos de financiamento de serviços de saúde complementares ao Serviço Nacional de Saúde (“SNS”), nomeadamente os seguros de saúde privados e os subsistemas complementares de saúde (como a ADSE, entre outros).
57. De acordo com a ASF³¹, em 2023, mais de metade da população portuguesa adulta declarava beneficiar de algum tipo de cobertura de saúde complementar: cerca de 31% detinham um seguro de saúde privado, ao passo que 18% eram beneficiários de subsistemas complementares de saúde (v.g. ADSE) e outros 11% eram detentores de planos de saúde.
58. Neste contexto, a taxa de cobertura da população com algum tipo de proteção adicional de saúde – seja através da subscrição de seguros de saúde, seja por via da integração em

²⁷ Cfr. E-AdC/2025/4572 (22.08), Q.4.

²⁸ Cfr., o Relatório de Atividades da ADSE de 2022 disponível em <https://www2.adse.pt/wp-content/uploads/2024/01/Relato%CC%81rio-de-Atividades-2022-Versa%CC%83o-Final-Tutelas.pdf>.

²⁹ Ata-reunião com ADSE, de 19.05 (E-AdC/2025/3115 (2.06)).

³⁰ A título complementar, refere a ADSE que a própria “[representa] entre [20-30]% a [30-40]% do mercado em 2023, (...) [tendo] cerca [500.000-1.000.000] beneficiários em regime convencionado e [500.000-1.000.000] em regime livre” – cfr., Ata-reunião com ADSE, de 19.05 (E-AdC/2025/3115 (2.06)).

³¹ Cfr., os resultados do estudo da ASF – <https://www.asf.com.pt/w/observat%C3%B3rio-dos-seguros-de-sa%C3%BAde-divulga-resultados-do-inqu%C3%A9rito-%C3%A0-popula%C3%A7%C3%A3o>.

Versão Pública

subsistemas complementares de saúde – assume atualmente valores significativos em várias regiões do país, conforme se demonstra na tabela *infra*.

Tabela 3 - Cobertura complementar de saúde

NUTS III	População Total [A]	Número de pessoas com cobertura complementar de saúde [B]	Taxa de Cobertura [C]=[B]/[A]
Área Metropolitana de Lisboa	3005119	[...]	[60-70]%
Área Metropolitana do Porto	1818217	[...]	[50-60]%
Algarve	492747	[...]	[60-70]%
Região de Coimbra	452559	[...]	[50-60]%
Cávado	433039	[...]	[40-50]%
Ave	423255	[...]	[40-50]%
Tâmega e Sousa	409078	[...]	[30-40]%
Oeste	395474	[...]	[50-60]%
Região de Aveiro	392257	[...]	[40-50]%
Região de Leiria	301764	[...]	[40-50]%
Viseu Dão Lafões	259590	[...]	[50-60]%
Região Autónoma da Madeira	259440	[...]	[50-60]%
Lezíria do Tejo	251374	[...]	[60-70]%
Região Autónoma dos Açores	241718	[...]	[50-60]%
Médio Tejo	236905	[...]	[50-60]%
Alto Minho	234645	[...]	[50-60]%
Beiras e Serra da Estrela	210657	[...]	[40-50]%
Douro	183867	[...]	[50-60]%
Alentejo Central	153430	[...]	[60-70]%
Baixo Alentejo	115680	[...]	[50-60]%
Terras de Trás-os-Montes	107296	[...]	[40-50]%
Alto Alentejo	103566	[...]	[50-60]%
Alentejo Litoral	102218	[...]	[60-70]%
Alto Tâmega	83445	[...]	[40-50]%
Beira Baixa	82295	[...]	[50-60]%

Fonte: Notificante. E-AdC/2025/5429 (10.10), Anexo 1.

59. Adicionalmente, em resposta a um pedido de elementos da AdC, a ASF indicou ainda que, de acordo com os resultados de um inquérito recente, os principais motivos apontados pelos inquiridos para a subscrição de um seguro de saúde são: a dificuldade de acesso aos serviços do SNS, a redução dos tempos de espera, o menor custo na rede de prestadores convencionados e a possibilidade de acompanhamento por um especialista.³²
60. Em suma, observa-se uma expansão sustentada da procura por serviços de saúde privados, impulsionada pelo aumento do número de beneficiários de seguros de saúde e de subsistemas complementares, bem como pela crescente dificuldade de acesso e pelos tempos de espera verificados no SNS. Esta evolução tem reforçado o peso do canal intermediado na estrutura da procura e contribuído para uma taxa de cobertura complementar de saúde da população cada vez mais significativa em várias regiões do país, evidenciando a relevância crescente do financiamento privado no acesso a cuidados de saúde hospitalares.
61. Em geral, os prestadores privados de cuidados de saúde hospitalares relacionam-se com três categorias distintas de clientes: (i) *clientes particulares*, que assumem diretamente os encargos com os serviços prestados; (ii) *companhias de seguros*, que intermedeiam financeiramente o acesso aos cuidados de saúde dos seus segurados; e (iii) *subsistemas complementares de saúde*, como a ADSE, que comparticipam o acesso dos respetivos beneficiários aos serviços convencionados.
62. Ou seja, em termos gerais, o acesso dos pacientes a cuidados de saúde hospitalares privados pode ocorrer através de duas modalidades distintas: o *canal direto* e o *canal intermediado*.
63. No *canal direto*, o paciente recorre diretamente ao grupo hospitalar da sua escolha, suportando integralmente o custo dos serviços prestados, os quais são faturados de acordo com os preços de tabela praticados pelo prestador. Este canal é disponibilizado diretamente pelos grupos hospitalares, os quais determinam os preços de tabela.
64. No *canal intermediado*, o acesso aos serviços hospitalares é assegurado por intermédio de seguradoras ou subsistemas de saúde, que contratualizam previamente com os grupos hospitalares condições de prestação e de preço. Neste caso, os prestadores hospitalares fornecem os serviços aos pacientes com a mediação das seguradoras ou subsistemas, que integram esses serviços nos respetivos produtos de seguros de saúde ou redes convencionadas.
65. A figura *infra* apresenta a repartição do volume de negócios, em 2024, dos cinco principais grupos hospitalares privados por tipo de acesso – isto é, entre o canal direto e o canal intermediado.

³² E-AdC/2025/4377 (6.08), página 2.

Figura 2 – Percentagem de receitas provenientes de canal direto vs. canal intermediado

[Confidencial – Dados internos dos operadores]

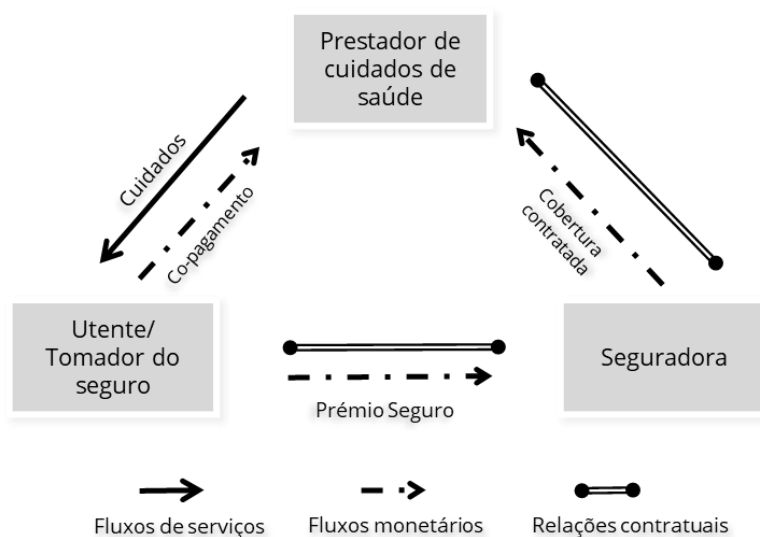
Fonte: Operadores. Cálculos AdC.

66. Ora, no que se refere aos *utentes finais* – i.e., o *canal direto* –, importa reiterar que a respetiva procura de cuidados de saúde hospitalares privados se desenvolve, em regra, numa lógica de proximidade geográfica, assumindo, por conseguinte, um âmbito predominantemente regional.
67. Com efeito, no momento em que necessita de aceder a cuidados de saúde – seja no contexto de uma situação urgente ou de uma consulta periódica programada –, o utente tende a selecionar a unidade hospitalar com base numa combinação de fatores, entre os quais se destacam a perceção da qualidade dos serviços prestados, o nível de preços praticado e a distância da unidade face à sua residência ou local de trabalho – sendo ainda expectável que o utente esteja disposto a percorrer distâncias superiores para aceder a serviços mais especializados ou de natureza menos recorrente, tais como intervenções cirúrgicas.
68. De facto, a prática decisória desta Autoridade tem vindo a considerar, como referência, que o tempo de deslocação máximo aceitável para a generalidade dos serviços hospitalares é, em regra, de 30 minutos, sendo esse limite alargado até 90 minutos no caso de atos médicos de maior complexidade ou menos frequentes, como cirurgias.
69. No que respeita às *companhias de seguros* – que integram o *canal intermediado* –, estas atuam como intermediárias entre o beneficiário final e os prestadores de cuidados de saúde. Tal intermediação concretiza-se, tipicamente, através da seguinte cadeia de operações: (i) celebração, pela seguradora – diretamente ou indiretamente (através de redes, como a AdvanceCare³³) –, de acordos de prestação de serviços com um conjunto de unidades de saúde; (ii) celebração de um contrato de seguro de saúde entre a seguradora e o utente; (iii) escolha e utilização pelo utente de uma unidade de saúde, sempre que

³³ A entidade AdvanceCare, embora detenha a marca homónima, não reveste a qualidade de seguradora nem se encontra associada a qualquer seguradora em particular. A sua atividade consiste na prestação de serviços operacionais, administrativos e de monitorização – v.g., faturação, gestão de reclamações e operação de centros de contacto – aos seus clientes, entre os quais se incluem seguradoras. No relacionamento com os prestadores de cuidados de saúde, a AdvanceCare celebra contratos bilaterais e negocia autonomamente as condições de integração na sua rede, incluindo os preços praticados. As seguradoras, que assumem o risco do negócio, contratam com a AdvanceCare o acesso dos seus clientes à rede de prestadores, beneficiando das condições previamente negociadas por esta. Nestes termos, a AdvanceCare assume uma função de agregação de procura e de prestação de serviços de suporte administrativo e operacional no âmbito da gestão dos sinistros associados aos seguros de saúde.

necessite de cuidados médicos; e (iv) pagamento direto, por parte da seguradora, à unidade de saúde, da fração da despesa contratualmente assumida.³⁴

Figura 3 – Funcionamento de um seguro de saúde



70. No que se refere ao principal *subsistema complementar de saúde*, a ADSE – subsistema público de saúde dirigido, sobretudo, a trabalhadores no ativo e aposentados da Administração Pública –, à semelhança de outros subsistemas complementares de saúde, a mesma assume igualmente a qualidade de cliente dos grupos privados detentores de unidades de saúde, na medida em que atua como intermediária entre os respetivos beneficiários e os prestadores privados de cuidados de saúde.
71. De forma análoga ao funcionamento das seguradoras privadas, a “intermediação” da ADSE traduz-se, em traços gerais, no seguinte processo em cadeia: (i) o beneficiário contribui mensalmente para a ADSE através de um desconto sobre a sua remuneração laboral base; (ii) a ADSE celebra acordos de convenção com diversos prestadores privados de saúde; (iii) o beneficiário, quando necessita de cuidados de saúde, escolhe e recorre a uma das unidades de saúde convencionadas; e, por fim, (iv) a ADSE comparticipa diretamente junto

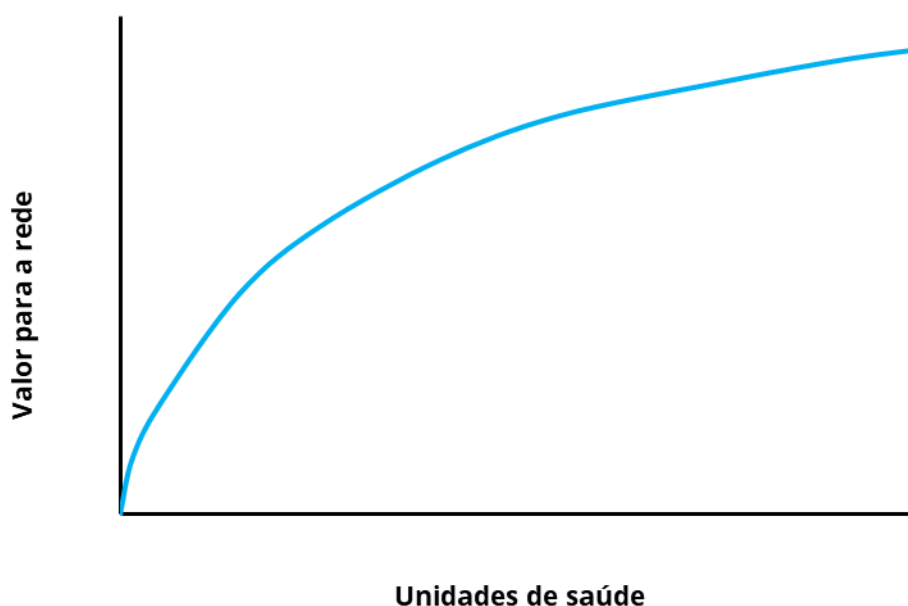
³⁴ Em determinados seguros de saúde, é conferida ao beneficiário a possibilidade de recorrer a unidades de saúde não integradas na rede convencionada, sendo a despesa inicialmente suportada pelo próprio, com posterior reembolso, total ou parcial, por parte da seguradora, nos termos contratualmente definidos. Acresce que, mesmo no caso de unidades de saúde integradas na rede convencionada, poderá suceder que determinados serviços ou atos clínicos específicos não estejam abrangidos pelo acordo celebrado com a seguradora. Nestas situações, o beneficiário poderá igualmente suportar inicialmente o custo do serviço e, subsequentemente, solicitar o respetivo reembolso, nos termos previstos na apólice.

Versão Pública

- da unidade de saúde os encargos com os cuidados prestados, sendo o beneficiário responsável apenas pelo pagamento do valor remanescente.
72. Adicionalmente, a ADSE disponibiliza um regime livre, através do qual os beneficiários podem recorrer a prestadores não convencionados. Nestes casos, o pagamento é inicialmente efetuado na totalidade pelo beneficiário, sendo posteriormente objeto de reembolso parcial por parte da ADSE, de acordo com tabelas e limites definidos previamente.
73. Assim, quer as seguradoras privadas, quer a ADSE (bem como outros subsistemas complementares de saúde), assumem o papel de entidades financiadoras do setor de prestação de cuidados de saúde privados, influenciando de forma significativa o acesso, o volume e, por conseguinte, a distribuição da procura por parte dos utentes finais.
74. Em termos funcionais, a relação entre as duas partes do *canal intermediado* – i.e., entre os prestadores hospitalares, por um lado, e as entidades financiadoras, nomeadamente seguradoras e subsistemas complementares de saúde, por outro – estrutura-se em dois momentos distintos:
- (a) Numa primeira fase, anterior à prestação dos cuidados de saúde, são objeto de negociação as condições comerciais de acesso dos beneficiários às redes de prestadores convencionados;
 - (b) Numa segunda fase, aquando da utilização efetiva dos serviços pelos beneficiários que recorrem a uma unidade hospitalar integrada na rede contratada, a entidade financiadora paga aos prestadores convencionados nos termos definidos contratualmente na fase anterior.
75. Apenas na primeira fase – i.e., na fase de negociação contratual entre prestadores e entidades financiadoras – é que as seguradoras e os subsistemas de saúde exercem diretamente a procura por serviços hospitalares. Na fase subsequente, são os beneficiários finais que, no âmbito da rede de prestadores previamente convencionada e em conformidade com as condições contratualmente estabelecidas, escolhem livremente a unidade hospitalar à qual pretendem recorrer, tendo em consideração um conjunto de fatores de natureza concorrencial local – designadamente a localização, os preços e a reputação da unidade de saúde.
76. Desta forma, a procura institucional por serviços de saúde hospitalares privados – por parte das seguradoras e subsistemas complementares – é uma procura derivada da procura exercida pelos beneficiários finais, os quais tendem a atribuir particular relevância à existência de redes de prestadores com cobertura territorial alargada, condições de acesso favoráveis, elevados padrões de qualidade e uma oferta ampla e diversificada de serviços de saúde.
77. Ou seja, a inclusão de unidades hospitalares numa rede contratada constitui um fator crítico de atratividade da oferta de seguros e planos de saúde, na medida em que o valor de uma rede convencionada é tanto maior quanto mais ampla for a cobertura geográfica e o número de unidades de saúde efetivamente disponíveis para utilização pelos beneficiários.

78. A este respeito, a literatura económica³⁵ tem vindo a representar a relação entre o valor de uma rede convencionada de acesso a cuidados de saúde e a dimensão dessa mesma rede através de uma função côncava³⁶. Esta configuração traduz, por um lado, a importância estratégica associada à constituição de uma rede abrangente de prestadores e, por outro, a hipótese empiricamente sustentada de que o valor incremental da inclusão de unidades hospitalares adicionais na rede diminui com o aumento do número total de camas hospitalares já contratadas – ou seja, a utilidade marginal associada à expansão da rede decresce com a sua dimensão.

Figura 4 - Função valor de uma seguradora face à dimensão da sua rede convencionada



³⁵ A este respeito, cfr., por exemplo, o artigo científico "*Mergers that Harm Sellers*", da autoria de Scott Hemphill e Nancy Rose.

³⁶ De referir que a função côncava que representa a relação entre o valor de uma rede convencionada de acesso a cuidados de saúde e a dimensão dessa mesma rede assume, como pressuposto, a existência de alguma proximidade concorrencial entre as unidades de saúde que as seguradoras estão a contratar. A Notificante, no relatório apresentado pela Compass Lexecon, vem referir que esta função não tem aderência ao presente caso, atendendo à inexistência de proximidade concorrencial entre as Partes, tendo em conta a ausência de sobreposição geográfica das unidades CUF e HPA. Não obstante, e tal como melhor se explicará nas secções dedicadas à análise crítica do estudo da CL, a Notificante não tem em conta, para efeitos de proximidade concorrencial, a existência não despiciente dos clientes empresariais das seguradoras que, enquanto empregadores, estão interessados numa cobertura mais abrangente a nível regional, e que o Algarve (região onde parte das unidades do HPA se encontram localizadas), sendo uma localização balnear com elevada procura, será, do ponto de vista do utente final, relevante na escolha de seguradoras que englobem esta região na sua oferta.

79. Importa ainda realçar que os clientes institucionais – i.e., as companhias de seguros e os subsistemas complementares de saúde – procuram, em regra, assegurar aos seus beneficiários finais o acesso a redes de prestadores com cobertura territorial tão ampla quanto possível, frequentemente para além da sua própria localização residencial ou profissional, uma vez que os próprios beneficiários valorizam essa abrangência territorial.
80. A título ilustrativo, veja-se que entidades como empresas com colaboradores distribuídos por diferentes regiões tendem a privilegiar redes com expressão nacional, ao passo que é expectável que mesmo os clientes individuais, aquando da aquisição de um seguro de saúde, atribuam relevância à possibilidade de aceder a cuidados de saúde em múltiplas localizações, por motivos de conveniência, mobilidade profissional ou familiar.
81. Assim, as seguradoras estruturam, em regra, as suas redes convencionadas numa lógica de maximização da cobertura geográfica,³⁷ contratando com operadores que disponham de uma presença territorial diversificada.
82. De facto, de acordo com os elementos recolhidos no âmbito da presente investigação, a interação económico-comercial entre prestadores privados e entidades financiadoras rege-se, tipicamente, por uma lógica de negociação (i) bilateral, (ii) com periodicidade anual, (iii) centralizada ao nível do grupo empresarial, e (iv) de base nacional ou, pelo menos, suprarregional.^{38,39}
83. Assim, ainda que a procura pela prestação efetiva de cuidados de saúde pelos beneficiários finais se verifique, em regra, a nível local, a configuração das redes contratadas pelas seguradoras e subsistemas resulta de um processo concorrencial de âmbito mais alargado, no qual os operadores com implantação nacional ou com presença regional consolidada – como a CUF, a Luz Saúde, o Grupo Lusíadas, o Grupo Trofa Saúde e o Grupo HPA – assumem particular relevância, por se encontrarem melhor posicionados para dar resposta à procura institucional por redes de prestadores com cobertura geográfica abrangente.
84. Em suma, a procura dirigida ao setor hospitalar privado apresenta uma natureza dual: por um lado, uma dimensão local, associada à prestação efetiva dos cuidados de saúde; por outro, uma dimensão nacional ou, pelo menos, suprarregional, inerente à negociação e estruturação das redes convencionadas – sendo esta última especialmente relevante no

³⁷ Esta objetivo de abrangência nacional (ou suprarregional) é patente nas observações de várias das entidades seguradoras (Ata-reunião com AdvanceCare, de 14.05 (E-AdC/2025/2951 (23.05)), Ata-reunião com Multicare, de 16.05 (E-AdC/2025/2952 (23.05)), Ata-reunião com Generali-Seguros, de 29.05 (E-AdC/2025/3264 (6.06)).

³⁸ E-AdC/2025/2890-2892 (20.05), resposta à Q.4.a. **[Confidencial]**.

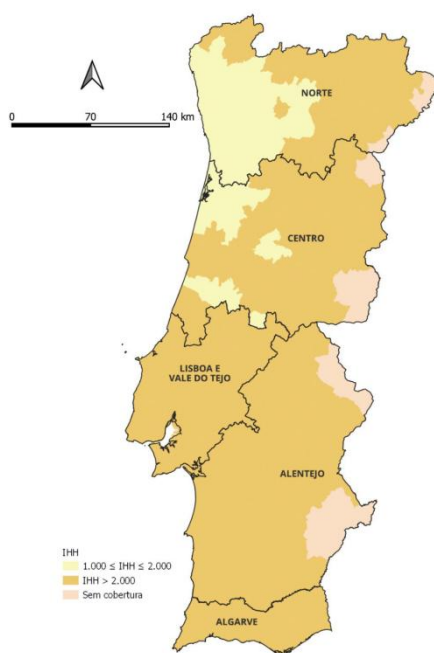
³⁹ De referir que, no caso do Subsistema público ADSE e entidades congéneres, a relação contratual assume a natureza de contrato de adesão (Ata-reunião com ADSE de 19.05 (E-AdC/2025/3115 (2.06)). Nestes casos, a entidade pública dá a conhecer as suas condições contratuais ao prestador de cuidados de saúde, o qual poderá aceitá-las ou rejeitá-las, total ou parcialmente. **[Confidencial]** (E-AdC/2025/2890-2892 (20.05), resposta à Q.4.c).

quadro de análise da presente operação de concentração, uma vez que (i) as Partes dispõem de um *footprint* geográfico alargado e (ii) a operação em apreço traduz-se na aquisição por parte do líder de mercado, do quinto maior operador privado de cuidados de saúde hospitalares a nível nacional, que, a nível regional, detém uma posição de liderança nas regiões do Algarve, Alentejo e RAM.

6.1.2. Caracterização da oferta

85. No que se refere ao grau de concentração do setor, o referido estudo publicado pela ERS indica que o setor hospitalar não público apresenta níveis de concentração elevados. Em particular, refere que, em 2024, "cerca de 61% da população residente em Portugal continental reside em 194 concelhos com resultados de nível de concentração alto"⁴⁰ e que "(...) não se verifica, em nenhum concelho, um IHH inferior a 1.000"⁴¹. Ainda segundo a ERS, os níveis de concentração aumentaram em 2024 face a 2023.

Figura 5 - Níveis de concentração medidos pelo IHH por concelho e região de saúde



Fonte: Estudo da ERS (pp.36).

⁴⁰ Estudo da ERS, pp. 5.

⁴¹ Idem, pp.35.

Versão Pública

86. Ou seja, o setor da prestação privada de cuidados de saúde hospitalares é caracterizado por um elevado grau de concentração, tanto a nível nacional como regional, inserindo-se num processo contínuo de consolidação em que os principais grupos hospitalares têm vindo a reforçar a sua presença no mercado.
87. Com efeito, tendo por base os elementos disponibilizados à AdC pela ERS⁴² e considerando as unidades territoriais NUTS III como referência geográfica, verifica-se que os níveis de concentração no setor da prestação privada de cuidados de saúde hospitalares são, de um modo geral, bastante elevados, conforme se demonstra na tabela *infra*.

⁴² E-AdC/2025/4573 (22.08)

Tabela 4 - IHH por NUTS III, em 2025

NUTS III	IHH (Profissionais de saúde)	IHH (Médicos)
Alentejo Central	[5000-6000]	[5000-6000]
Alentejo Litoral	[8000-9000]	[9000-10000]
Algarve	[3000-4000]	[3000-4000]
Alto Minho	[5000-6000]	[5000-6000]
Alto Tâmega e Barroso	[9000-10000]	[9000-10000]
Área Metropolitana do Porto	[1000-2000]	[1000-2000]
Ave	[2000-3000]	[2000-3000]
Baixo Alentejo	[9000-10000]	[9000-10000]
Beiras e Serra da Estrela	[9000-10000]	[9000-10000]
Cávado	[2000-3000]	[2000-3000]
Douro	[5000-6000]	[5000-6000]
Grande Lisboa	[2000-3000]	[2000-3000]
Lezíria do Tejo	[9000-10000]	[9000-10000]
Médio Tejo	[8000-9000]	[7000-8000]
Oeste	[3000-4000]	[4000-5000]
Península de Setúbal	[3000-4000]	[4000-5000]
Região de Aveiro	[5000-6000]	[5000-6000]
Região de Coimbra	[2000-3000]	[2000-3000]
Região de Leiria	[3000-4000]	[3000-4000]
Tâmega e Sousa	[1000-2000]	[1000-2000]
Terras de Trás-os-Montes	[9000-10000]	[9000-10000]
Viseu Dão Lafões	[5000-6000]	[5000-6000]

Fonte: ERS. Cálculos AdC.

Nota metodológica: Para efeitos de cálculo do IHH, a ERS considerou todos os operadores incluídos no mercado relevante previamente delimitado.

88. Na mesma linha, o mais recente estudo publicado pela ERS em 6 de outubro de 2025 – *Estudo sobre a Concorrência no Setor Hospitalar não Público*⁴³ –, refere que “[v]erifica-se elevada concentração do setor, com 59% da população residente em concelhos inseridos em mercados altamente concentrados”⁴⁴, identificando ainda “uma tendência agregada de

⁴³ Disponível em <https://www.ers.pt/pt/atividade/regulacao-economica/selecionar/estudos/lista-de-estudos/estudo-sobre-a-concorrenca-no-setor-hospitalar-nao-publico-2025/>

⁴⁴ Idem, p.5.

*crescimento da concentração, especialmente nas NUTS II do Oeste e Vale do Tejo e da Grande Lisboa*⁴⁵.

89. Ora, um dos fatores potenciadores do elevado nível de concentração observado no setor prende-se com o processo de consolidação atualmente em curso.^{46,47}
90. Em particular, os principais grupos privados de prestação de cuidados de saúde têm registado um crescimento não apenas orgânico, mas igualmente assente na aquisição de unidades autónomas, o que tem conduzido à integração nestes grupos de um número significativo de hospitais independentes com atuação predominantemente regional.⁴⁸
91. Com efeito, conforme se demonstra na figura *infra*, os principais grupos hospitalares – designadamente, a CUF, o Grupo Luz, os Lusíadas, o Grupo Trofa e o Grupo HPA – procederam, no decurso da última década, à aquisição de mais de 35 unidades de saúde, o que corresponde, em média, a mais de três aquisições por ano.

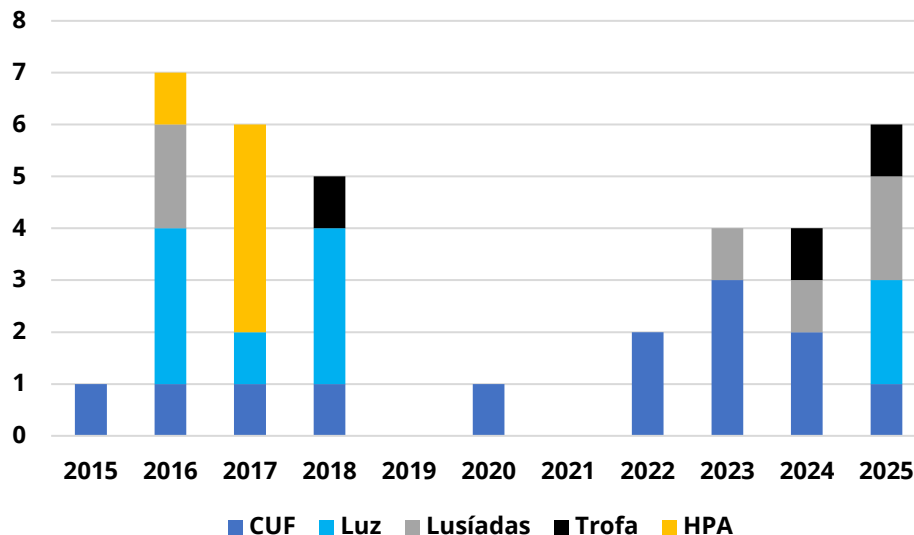
⁴⁵ Idem, p.5.

⁴⁶ Na Fase I do procedimento, várias seguradoras relataram que o mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por operadores privados tem vindo a revelar uma tendência crescente de concentração. Segundo esses depoimentos, um dos principais fatores explicativos desse fenómeno reside no movimento de consolidação em curso protagonizado pelos principais grupos hospitalares privados (Ata-reunião com Allianz de 16.05 (E-AdC/2025/2950 (23.05)) e Ata-reunião com Medis, de 16.05 (E-AdC/2025/3125 (2.06)).

⁴⁷ Já em 2023, num estudo publicado pela ERS, a entidade reguladora era da opinião que “[a]lguns grandes grupos empresariais têm ganho relevo no setor dos cuidados hospitalares, em parte através de uma dinâmica de fusões e aquisições de operadores”.

⁴⁸ Alguns exemplos ilustrativos incluem operações recentes de concentração, como as aquisições pela CUF, nomeadamente do Grupo CMAS (Clínica Médica Arrifana de Sousa), objeto da decisão Ccent. 56/2023 – CUF / CMAS, bem como aquisições anteriores como a do Hospital Internacional dos Açores – Ccent. 2/2023 – CUF / HIA e da AtlantiCare – Ccent. 35/2023 – CUF / AtlantiCare. No caso da Luz Saúde, destacam-se a aquisição do Hospital Privado de Guimarães e do Clíhotel de Gaia (Hospital do Mar – Cuidados Especializados Gaia) – Ccent. 21/2015 – Luz Saúde / Ativos Casa de Saúde de Guimarães; a aquisição da Clínica de Santa Catarina (atualmente HL Funchal), da Policlínica do Caniço (atualmente HL Clínica do Caniço) e do British Hospital (atualmente HL Torres de Lisboa) – Ccent. 21/2017 – Luz Saúde / British Hospital; e a aquisição do Grupo Idealmed, em Coimbra – Ccent. 6/2018 – Luz Saúde / Idealmed III/macentroPonte Galante. Por fim, no caso dos Lusíadas, incluem-se a aquisição da Clisa – Clínica de Santo António – Ccent. 29/2016 – Lusíadas / CLISA e da Clínica Dr. Well’s – Ccent. 78/2023 – Lusíadas / Dr. Well’s.

Figura 6 – Aquisições dos principais Grupos Hospitalares entre 2015 e 2025



Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos AdC.

92. Este movimento de consolidação tem, progressivamente, conduzido à redução do número de operadores independentes, tendo-se verificado uma transformação estrutural do setor: onde anteriormente se observava a presença de múltiplos grupos de pequena e média dimensão, subsiste, atualmente, um número limitado de grandes grupos com uma cobertura geográfica mais abrangente.
93. Este movimento de consolidação da oferta de serviços hospitalares de cuidados de saúde é igualmente percecionado pelos diversos clientes das Partes entrevistados pela AdC no âmbito da investigação de primeira fase, conforme evidenciado *infra*:
- Allianz⁴⁹: “[A]tualmente essa oferta [de cuidados de saúde privados] está cada vez mais concentrada, e focada, essencialmente, no desaparecimento de prestadores de pequena-média dimensão”;
 - Médis^{50,51}: “Os hospitais de maior dimensão têm (...) tido um crescimento orgânico, com planos de expansão bastante ambiciosos, e por outro, um crescimento não orgânico, com a aquisição de diversas clínicas” e “[o]s principais operadores com presença nacional têm vindo a aumentar a sua relevância, nomeadamente a CUF, Luz Saúde, Lusíadas e Grupo Trofa. Atualmente, estes quatro prestadores representam cerca de **[Confidencial]**% dos

⁴⁹ Ata-reunião com Allianz, de 16.05 (E-AdC/2025/2950 (23.05)).

⁵⁰ Doravante, de forma indiferenciada, também identificada por “Ageas”.

⁵¹ Ata-reunião com Médis, de 16.05 (E-AdC/2025/3125 (2.06)).

*custos totais da Médis e aproximadamente **[Confidencial]**% dos custos associados a episódios de hospitalização”;*

- AdvanceCare⁵²: “(...) os movimentos concentrativos, como o que tem vindo a acontecer no caso dos prestadores de serviços de saúde, por reforçarem a sua [dos operadores] posição de mercado, acarreta riscos”;
- ADSE⁵³: “Recentemente, o mercado dos prestadores de saúde tem ficado mais concentrado”. De facto, “[d]e acordo com as estimativas da ADSE, os grandes grupos hospitalares representam cerca de **[80-90]**% do mercado da prestação de cuidados de saúde privados.” Ademais, “[s]egundo a perspetiva da ADSE, há uma frente unida nos grandes grupos hospitalares e a forma como estes grupos hospitalares identificam as pressões que sentem é muito similar”.

94. Estas aquisições têm, em regra, incidido sobre operadores de menor dimensão e/ou de dimensão maioritariamente local, que são progressivamente integrados nos principais grupos hospitalares privados, contribuindo para o reforço gradual das suas quotas de mercado.
95. Contudo, a operação em análise apresenta uma natureza distinta, por consistir na aquisição do quinto maior operador pelo líder de mercado, configurando, assim, uma alteração estrutural mais relevante no contexto concorrencial do setor.
96. Na tabela seguinte, apresenta-se o peso relativo dos cinco principais operadores no setor hospitalar não público em Portugal, com presença geográfica mais alargada no território nacional, em 2023:

⁵² Ata-reunião com AdvanceCare, de 14.05 (E-AdC/2025/2951 (23.05)).

⁵³ Ata-reunião com ADSE, de 19.05 (E-AdC/2025/3115 (2.06)).

Tabela 5 – Setor hospitalar não público considerando os 5 principais operadores (nacional), em 2023

Grupo	Quota de mercado (em valor %)
Grupo CUF	[30-40]%
Grupo HPA	[5-10]%
Quota Conjunta	[40-50]%
Grupo Luz Saúde	[30-40]%
Grupo Lusíadas Saúde	[10-20]%
Grupo Trofa Saúde	[10-20]%
Total	100%

Fonte: Cálculos AdC. Dados Notificante.

97. Conforme resulta da análise da tabela *supra*, a CUF constitui, atualmente, o maior operador do setor hospitalar não público a nível nacional, sendo o Grupo HPA o quinto maior operador.
98. Nestes termos, a operação de concentração em apreço traduz-se na aquisição do quinto maior operador pelo líder de mercado, verificando-se que, no cenário pós-operação, a entidade resultante passe a deter uma quota de, aproximadamente, **[40-50]%**, considerando os cinco principais operadores do setor, sendo o *delta* resultante da operação de cerca de **[>250]** pontos.⁵⁴
99. As características *supra* identificadas, designadamente, o elevado grau de concentração da oferta, incluindo a presença de um número limitado de grupos com implantação nacional, têm, muito provavelmente, contribuído – em maior ou menor grau – para a evolução dos preços observada no setor hospitalar não público, potenciando condições de mercado propícias à deterioração das condições comerciais praticadas, nomeadamente no contexto da negociação com as entidades financiadoras.

⁵⁴ Por *delta* entende-se a diferença entre o valor do Índice de Herfindahl-Hirschman (“IHH”) pós-concentração e o valor do IHH pré-concentração.

100. Com efeito, as seguradoras identificaram este processo de consolidação como um dos principais fatores que terá contribuído para o reforço do poder negocial dos grupos hospitalares face às seguradoras.⁵⁵ De acordo com a informação prestada, tal evolução terá determinado, numa primeira fase, um aumento dos custos suportados pelas seguradoras, que se terá refletido, posteriormente, no valor dos prémios de seguro e nos respetivos pagamentos a cargo dos segurados.
101. Esta perceção foi partilhada por várias das entidades financiadoras, clientes da CUF e do HPA, que relacionam o alegado aumento do poder de mercado dos grandes grupos com o agravamento das condições comerciais impostas, em especial no que diz respeito aos preços praticados:
- Médis⁵⁶: "*[e]stas expansões criam um aumento da capacidade negocial dos grandes operadores e [Confidencial]*";
 - AdvanceCare⁵⁷: "*[o]s movimentos concentrativos, como o que tem vindo a acontecer no caso dos prestadores de serviços de saúde, por reforçarem a sua [...] posição de mercado, acarreta riscos.*" AdvanceCare referiu ainda que **[Confidencial]**;
 - Allianz⁵⁸: "*[r]efere a Allianz que a inflação, nomeadamente os aumentos salariais dos profissionais de saúde, tem sido argumento por parte dos prestadores para a subida de preços. Contudo as propostas de aumento são sempre muito superiores à inflação do país*";
 - ADSE⁵⁹: "*[r]ecentemente, o mercado dos prestadores de saúde tem ficado mais concentrado e tem havido um aumento dos preços das convenções*", referindo ainda que "*[c]aso os operadores venham a atingir uma dimensão crítica, poderá verificar-se um aumento da pressão exercida não só sobre os financiadores, mas também sobre os recursos humanos utilizados, o que se afigura particularmente problemático num setor já caracterizado por um elevado grau de concentração*".
102. Estas afirmações encontram-se, aliás, alinhadas com a informação prestada pela própria Notificante, a qual reconhece o aumento de preços ocorrido nos últimos anos, embora considere que o mesmo resulte de uma pressão do lado dos custos suportados pelos

⁵⁵ **Multicare** (E-AdC/2025/4374 (7.08): Q.4.b. "*(...) verificou-se uma expansão territorial dos grupos hospitalares, através da construção de novas unidades e/ou de processos de aquisição, com consequente aumento de concentração.*" **ADSE** (E-AdC/2025/4572 (22.08)): Q.2.a. "*Os diversos movimentos de aquisição de prestadores de menor dimensão por parte de prestadores de maior dimensão têm o potencial de diminuir as condições de concorrência entre prestadores, aumentando a relevância de cada um dos maiores prestadores na prestação de serviços aos beneficiários da ADSE e, como tal, o seu poder de influência na negociação com os financiadores.*" **Médis** (E-AdC/2025/4589 (25.08)): Q.4.a. "*À medida que os Grandes Hospitalares, [Confidencial]*."

⁵⁶ Ata-reunião com Médis, de 16.05 (E-AdC/2025/3125 (2.06)).

⁵⁷ Ata-reunião com AdvanceCare, de 14.05 (E-AdC/2025/2951 (23.05)).

⁵⁸ Ata-reunião com Allianz, de 16.05 (E-AdC/2025/2950 (23.05)).

⁵⁹ Ata-reunião com ADSE, de 19.05 (E-AdC/2025/3115 (2.06)).

prestadores de cuidados de saúde hospitalares privados.⁶⁰ Com efeito, de acordo com os elementos apresentados, os preços cobrados pela CUF às seguradoras suas clientes mantiveram-se estáveis entre 2019 e 2021, tendo registado, contudo, um acréscimo superior a **[10-20]**% no período compreendido entre 2022 e 2025, conforme demonstra a figura seguinte.^{61,62,63}

Figura 7 – Evolução dos preços cobrados pela CUF às seguradoras
[Confidencial – Informação comercial da Notificante]

Fonte: Cálculos AdC. Dados Notificante.

Nota técnica: A figura apresentada corresponde a um índice de preços (IP_t) construído com base nos preços cobrados pela CUF às seguradoras suas clientes no período entre 2020 e 2025. O índice tem por base o ano de 2019, fixado com valor 100.

O valor do índice em cada ano resulta da aplicação da respetiva taxa de variação dos preços relativamente ao ano anterior, conforme a seguinte fórmula:

$$IP_t = IP_{t-1} \times (1 + \Delta p_t),$$

⁶⁰ Cfr., E-AdC/2025/3518. (Resposta à questão 3.A (23.06))

⁶¹ Note-se que, no mesmo período, a inflação acumulada, medida com base no Índice de Preços no Consumidor (IPC) publicado pelo INE, foi de aproximadamente 17%. O impacto da inflação, a par da alteração substancial na prestação de cuidados de saúde provocada pela pandemia COVID19 têm sido indicados pelas seguradoras como fatores de contexto aos quais se pode atribuir, ainda que parcialmente, uma justificação pelo aumento de preços a cobrar pelas unidades de cuidados de saúde privadas (cfr. Ata-reunião com AdvanceCare, de 14.05 (E-AdC/2025/2951 (23.05)); Ata-reunião com Allianz, de 16.05 (E-AdC/2025/2950 (23.05)); Ata-reunião com Multicare, de 16.05 (E-AdC/2025/2952 (23.05)); Ata-reunião com Generali-Seguros, de 29.05 (E-AdC/2025/3264 (6.06)).

⁶² Em sede de resposta a pedido de elementos, a Notificante indicou que “[...] as necessidades de atualização de preço justificam-se pelo gradual e crescente custo operacional verificado, em particular, nos últimos anos” e que **[Confidencial]** – cfr. E-AdC/2025/3518 (Resposta à questão 3.B (23.06)). Ora, de acordo com os documentos internos disponibilizados à AdC, nos quais se apresentam os pressupostos para a definição da política de atualização de preços junto das seguradoras, a **[Confidencial]**%. Não obstante, conforme resulta da informação fornecida pela própria Notificante, todos os seus clientes terão, nesse ano, **[Confidencial]** – cfr. E-AdC/2025/3518 (Resposta à questão 3.B (23.06)).

⁶³ No mesmo sentido da posição suportada pela Notificante, também a Multicare afasta uma ligação direta entre o movimento de consolidação do setor e os aumentos de preços observados, atribuindo tais variações a fatores como a inflação, a atualização salarial dos profissionais de saúde e os efeitos persistentes do contexto pandémico (cf. Ata-reunião com Multicare, de 16.05 (E-AdC/2025/2952 (23.05))).

onde IP_t representa o valor do índice no ano t e Δp_t representa a taxa de crescimento dos preços entre os anos t e $t - 1$.

103. Acresce que, tendo por base as últimas cinco aquisições de unidades de saúde realizadas pela CUF, e de acordo com os elementos disponibilizados pela Notificante, verifica-se que, num curto período após a concretização dessas aquisições, a CUF tende sistematicamente a proceder ao aumento significativo dos preços praticados nas unidades em causa, conforme se demonstra na tabela *infra*.

Tabela 6 - Evolução dos preços das últimas cinco unidades de saúde adquiridas pela CUF

Operador Adquirido	Data de Aquisição	Data de aumento de preços	Média de aumento de preços (em %)
Mimed	[...]	[...]	[...]
Arrifana	[...]	[...]	[...]
Barreiro	[...]	[...]	[...]
Montijo	[...]	[...]	[...]
Açores	[...]	[...]	[...]

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

104. O aumento de preços observado após as aquisições poderá ser explicado pelo facto de a CUF aplicar uma tabela de preços uniforme a nível nacional.⁶⁴ Acresce que, de acordo com as seguradoras contactadas, a CUF encontra-se entre os operadores privados com níveis de preços mais elevados,⁶⁵ sendo assim natural que a harmonização dos preços decorrente da integração das unidades adquiridas – através da aplicação do preço nacional da CUF – se traduza em aumentos de preços nas respetivas unidades adquiridas.⁶⁶

⁶⁴ Em concreto, de acordo com a CUF esta "(...) **[Confidencial]**" – cfr., E-AdC/2025/6068, Q.3b.

⁶⁵ Por exemplo, a este respeito, a Medis refere que os aumentos de preços dos principais grupos hospitalares "(...) **[Confidencial]**" (E-AdC/2025/4589 (25.08) Q.A.4b). E "**[Confidencial]**". (E-AdC/2025/4589 (25.08) Q.B.3.

⁶⁶ Allianz (E-AdC/2025/4563 (21.08)) Q.B.2. "**[Confidencial]**" e a AdvanceCare (E-AdC/2025/4575 (22.08)) Q.C.1. "**[Confidencial]**"

105. Esta evolução verificada nas unidades adquiridas pela CUF enquadra-se numa tendência mais ampla observada no setor. Com efeito, a um nível mais abrangente, os dados disponibilizados pelas seguradoras indicam que os custos médios por beneficiário – considerando apenas os encargos diretamente associados à prestação de cuidados de saúde –, suportados pelas seguradoras junto dos cinco principais grupos hospitalares privados em Portugal, registaram um aumento superior a [...]% no período compreendido entre 2020 e 2024 – conforme demonstra a tabela seguinte.⁶⁷

Tabela 7 – Variação do custo médio por beneficiário por Grupo Hospitalar entre 2020 e 2024 (em %)

Tipologia de Cliente	Seguradora	Variação do custo médio por beneficiário por Grupo Hospitalar entre 2020 e 2024				
		CUF	LUZ	Lusíadas	Trofa	HPA
Clientes Individuais	Medis	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Advance Care	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Multicare	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Allianz	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
Clientes Empresariais	Medis	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Advance Care	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Multicare	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%
	Allianz	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%	[...]%

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

106. No mesmo período, os preços médios dos prémios dos seguros de saúde registaram igualmente um aumento de magnitude relativo semelhante, refletindo a repercussão – no mínimo parcial – do acréscimo dos custos de cuidados hospitalares nas condições económicas dos contratos de seguro, conforme se demonstra na figura *infra*.⁶⁸

⁶⁷ ADSE – E-AdC/2025/4572 (22.08), Q.2.b. “Ao longo dos últimos anos, destaque para a revisão global da tabela realizada em 2021, para o aumento generalizado de preços em 2023 (na sequência da inflação sentida pós-pandemia) e para as alterações realizadas já em 2025, com destaque para o **aumento de 40% no preço das consultas** e limite máximo de 500€ de participação do beneficiário nos atos cirúrgicos” (ênfase da AdC)

⁶⁸ De acordo com as seguradoras entrevistadas (cfr., AdvanceCare (E-AdC/2025/6040 (10.11)), Allianz (E-AdC/2025/6140 (14.11)), Médis (E-AdC/2025/6176 (17.11)), os preços dos seguros de saúde dependem de um conjunto de variáveis, nomeadamente dos custos associados à prestação de cuidados de saúde e da respetiva taxa de sinistralidade, isto é, da frequência com que os segurados recorrem aos prestadores de serviços de saúde. As seguradoras ouvidas referiram que o aumento dos prémios se deve não apenas ao acréscimo dos custos de prestação hospitalar, mas também ao aumento da sinistralidade verificado nos últimos anos. A título ilustrativo, a AdvanceCare explicou que “há dois fatores relativos aos custos com a saúde

Figura 8 – Evolução do prémio medio mensal por seguradora (2020-2024)

[Confidencial – Dados Internos dos Operadores]

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos AdC.

107. Conforme resulta da figura, entre 2020 e 2024, os prémios das principais seguradoras registaram aumentos na ordem dos **[CONFIDENCIAL]**, evidenciando uma evolução **[CONFIDENCIAL]** superior à inflação acumulada no mesmo período, a qual se situou em cerca de 17%.
108. Esta aparente repercussão do aumento de custos nos prémios dos seguros mostra-se consistente com os elementos apresentados pelas principais seguradoras, as quais referiram que, face ao aumento dos custos associados à contratação de serviços hospitalares, se veem frequentemente obrigadas a refletir esses acréscimos nos preços cobrados aos seus clientes, através do ajustamento dos prémios de seguro e dos respetivos co-pagamentos.⁶⁹
109. A AdC identificou igualmente a existência de barreiras à entrada de relevo no setor, conclusão que é reiterada no referido estudo da ERS⁷⁰, segundo o qual *“o quadro regulatório e os custos de investimento associados a requisitos técnicos e de licenciamento constituem barreiras, reduzindo a contestabilidade e favorecendo os operadores incumbentes”*.
110. Com efeito, conforme identificado no Estudo da ERS⁷¹, a entrada de novos operadores neste setor revela-se frequentemente condicionada por um conjunto de barreiras, entre as quais se destacam: (i) a exigência de investimentos iniciais avultados, designadamente em infraestruturas, equipamentos e tecnologia médica diferenciada; (ii) a morosidade e complexidade dos procedimentos de licenciamento junto das entidades competentes, incluindo os requisitos técnicos e operacionais aplicáveis à instalação de unidades hospitalares; e (iii) a escassez de profissionais de saúde qualificados em determinadas zonas do território, dificultando a constituição de equipas clínicas completas e adequadas ao funcionamento das unidades.

que têm tido impacto no valor dos prémios: um é o aumento do preço dos serviços de saúde; o outro é a evolução que tem existido da frequência de utilização com que o seguro é usado”.

⁶⁹ Por exemplo, a este respeito, a Allianz refere que os aumentos dos preços dos principais grupos hospitalares “(...) **[CONFIDENCIAL]**” (E-AdC/2025/4563, (21.08), Q.B.3.

⁷⁰ P.42.

⁷¹ Estudo da ERS, pp.28-29.

111. Em conjunto, estas barreiras contribuem para restringir a entrada de novos prestadores e para consolidar a posição dos operadores incumbentes, limitando o grau de concorrência efetiva nos mercados em causa.
112. Em síntese, o setor caracteriza-se por um elevado grau de concentração e por um processo contínuo de consolidação liderado pelos principais grupos hospitalares, o qual tem contribuído para o reforço das respetivas posições de mercado. Paralelamente, verificam-se indícios de aumentos generalizados de preços e custos associados à prestação de cuidados hospitalares, bem como de repercussão – no mínimo parcial – desses aumentos nos prémios dos seguros de saúde. Por fim, o setor é caracterizado pela existência de barreiras à entrada relevantes de natureza regulatória e económica, que limitam a contestabilidade do mercado e tendem a favorecer os operadores incumbentes.

6.1.3. Conclusão da caracterização do mercado

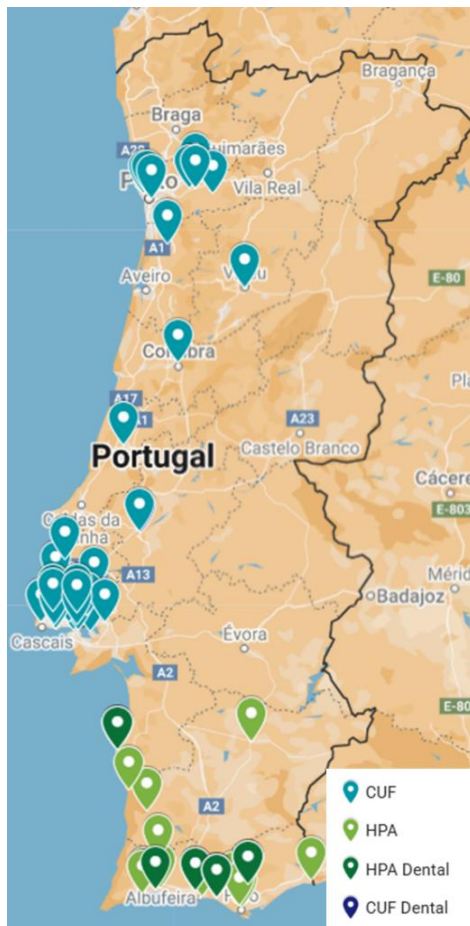
113. Tendo em conta o *supra* exposto, verifica-se que o setor de prestação de cuidados de saúde hospitalares por operadores privados em Portugal apresenta um conjunto de características estruturais que, em conjunto, moldam o seu funcionamento e condicionam o grau de concorrência efetiva nos mercados em análise.
114. Em primeiro lugar, constata-se que os grupos privados de prestação de cuidados de saúde hospitalares enfrentam, sobretudo, a procura de três tipos de clientes – a saber: (i) utentes particulares (com e sem cobertura complementar de saúde); (ii) companhias de seguros de saúde; e (iii) subsistemas complementares de saúde.
115. Em segundo lugar, observa-se que os serviços de saúde privados têm vindo a registar um crescimento expressivo ao longo dos últimos anos, fenómeno suportado por diversos indicadores de mercado, designadamente a evolução do número de apólices de seguros de saúde, do número de pessoas seguras e do montante global dos prémios emitidos.
116. Em terceiro lugar, o setor encontra-se atualmente marcado por um elevado grau de concentração, traduzido na presença de um número limitado de operadores com implantação geográfica alargada e numa tendência de consolidação, conduzindo ao progressivo desaparecimento de prestadores independentes de menor dimensão. Esta evolução do setor é confirmada pelos principais clientes das Partes e pelo regulador setorial.
117. Em quarto lugar, importa assinalar que o setor se caracteriza pela existência de barreiras à entrada relevantes, nomeadamente em virtude dos elevados investimentos necessários, da escassez de recursos humanos qualificados e da complexidade dos processos de licenciamento aplicáveis à instalação e funcionamento das unidades hospitalares.
118. Em quinto lugar, existem indícios de que os preços praticados pelos principais grupos privados de prestação de cuidados de saúde hospitalares – incluindo pela Notificante – têm vindo a aumentar, sendo tal evolução frequentemente associada, pela maioria das seguradoras inquiridas, ao reforço do poder negocial dos grandes grupos.

119. Por fim, a operação de concentração em apreço consiste na aquisição do quinto maior operador nacional pelo líder de mercado, sendo expectável que, no cenário pós-operação, a entidade resultante venha a deter uma posição significativamente reforçada, com expressão nacional e presença nas principais regiões do país.

6.2. Enquadramento da operação de concentração

120. Conforme anteriormente referido, a Adquirida HPA encontra-se ativa no mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas, sendo titular de um conjunto de 21 unidades de saúde – designadamente, 5 hospitais e 16 clínicas – localizadas nas regiões do Algarve, do Alentejo e da RAM.
121. Por seu turno, a Adquirente CUF desenvolve igualmente atividade no setor da prestação de cuidados de saúde em Portugal, dispondo de uma rede composta por 29 unidades (12 hospitais e 17 clínicas), localizadas no território continental e na Região Autónoma dos Açores (“RAA”).
122. A figura *infra* apresenta um mapa com a localização das unidades de saúde a adquirir, bem como das unidades atualmente exploradas pela CUF no território de Portugal continental.

Figura 9 – Unidades de saúde das Partes em Portugal Continental



123. Conforme resulta da figura anterior, não se verifica qualquer sobreposição geográfica regional entre as atividades desenvolvidas pelas Partes, na medida em que a CUF se encontra presente predominante a norte do rio Tejo – bem como na RAA –, ao passo que o Grupo HPA se encontra implantado nas regiões do Alentejo, Algarve e RAM, onde a CUF não detém, atualmente, qualquer unidade de saúde.
124. A operação de concentração traduz-se, assim, na entrada da CUF em regiões onde, até ao momento, não detém presença material, sendo a expansão geográfica – **[Confidencial]** – um dos principais objetivos estratégicos subjacentes à presente transação.
125. Acresce que, de acordo com os documentos internos da Notificante⁷², a aquisição do Grupo HPA foi avaliada como **[Confidencial]**.

⁷² E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexos 1-6.

Figura 10 – Documento interno da Notificante
[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

126. Com efeito, o **[Confidencial]**, com um horizonte temporal estimado de três a quatro anos até ao início de atividade⁷³.

Figura 11 – Documento interno da Notificante [Confidencial]
[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

Figura 12 – Documento interno da Notificante [Confidencial]
[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota 1: Realce nosso.

Nota 2: O documento *supra* data de 6 de junho de **[Confidencial]**, estimando-se, de acordo com o mesmo, que a **[Confidencial]**.

127. Adicionalmente, com vista a viabilizar a sua entrada orgânica na região do Algarve, a Notificante celebrou, **[Confidencial]** um Contrato-Promessa de Compra e Venda (CPCV) para a aquisição de um terreno em Faro, o que demonstra a credibilidade e o compromisso com **[Confidencial]** enquanto alternativa efetiva à aquisição do Grupo HPA.

⁷³ De referir que este horizonte foi, posteriormente, retificado, em sede de resposta a um pedido de elementos da AdC, para 4-5 anos (E-AdC/2025/2890-2892 (20.05), resposta a Q.2.a.)

**Figura 13 – Documento interno da Notificante onde [Confidencial]
[Confidencial – Documento interno da Notificante]**

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

128. Não obstante, a opção de aquisição do Grupo HPA foi a via selecionada pela CUF, por diversas razões de natureza estratégica, conforme referido nos documentos internos da Notificante a que esta Autoridade teve acesso.⁷⁴
129. Desde logo, a operação permite, de forma imediata, **[Confidencial]**.

**Figura 14 – Documento interno da Notificante com a indicação que a entrada orgânica na Madeira e no Alentejo se releva como pouco plausível
[Confidencial – Documento interno da Notificante]**

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

130. Em segundo lugar, a Notificante refere que a aquisição do Grupo HPA, **[Confidencial]**, permite ultrapassar os constrangimentos **[Confidencial]**.
131. Em terceiro lugar, a Notificante assinala, como uma das vantagens da via de entrada em causa, o facto de a aquisição do Grupo HPA permitir à CUF adquirir o principal operador privado na região do Algarve – isto é, potencialmente, a fonte de concorrência mais significativa que a CUF enfrentaria caso optasse por prosseguir a via de entrada orgânica no mercado.

⁷⁴ Como enquadramento, o ponto 3 da Ata da Comissão Executiva da CUF, de **[Confidencial]** (E-AdC_2025_2183-2185 (10.04), Anexo 1) refere que “**[Confidencial]**”.

Figura 15 – Documento interno da Notificante com a indicação das vantagens e desvantagens da Aquisição do Grupo HPA

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

132. De facto, embora o Grupo HPA detenha, a nível nacional, uma quota de mercado de cerca de **[5-10]%** (considerando os principais operadores do setor), nas regiões em que se encontra presente assume uma posição de liderança. Tal resulta evidente da tabela *infra*, na qual se apresentam as estruturas locais da oferta, conforme disponibilizadas pela Notificante no FN.

Tabela 8 – Quota de mercado do Grupo HPA por região

Região	Quota de Mercado HPA
Algarve	[40-50]%
Baixo Alentejo	[40-50]%
RAM	[40-50]%

Fonte: Notificante.

Nota: A estrutura da oferta apresentada pela Notificante inclui, ao contrário do entendimento consolidado na prática decisória da AdC, todas as tipologias de operadores de saúde – incluindo, designadamente, clínicas dentárias e outras unidades sem valências hospitalares –, pelo que a quota de mercado atribuída ao Grupo HPA se encontra significativamente subestimada.

133. Acresce que, conforme resulta da análise dos documentos internos da Notificante, nas regiões onde o Grupo HPA se encontra presente, os restantes operadores são percecionados pela própria Notificante como operadores com uma relevância residual e/ou pouco relevante.⁷⁵

⁷⁵ A título ilustrativo, note-se que, na região do Alentejo, a ERS indica que a Adquirida detém uma quota de mercado de 100%. Já na RAM, o HPA apresenta um volume de faturação aproximadamente seis vezes superior ao do Hospital da Luz, o principal concorrente da Adquirida na região.

Figura 16 – Documento interno da Notificante onde é analisado o ambiente concorrencial nas regiões do Algarve, Alentejo e RAM

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota 1: Realce nosso.

Nota 2: O documento de 21 de fevereiro de 2025.

134. Ou seja, não apenas o Grupo HPA é identificado pela CUF como o principal operador nas geografias onde se encontra presente, como também os demais prestadores aí presentes são, segundo a própria Notificante, considerados pouco relevantes do ponto de vista concorrencial.
135. Desta forma, a operação em apreço consubstancia um reforço significativo da presença geográfica da CUF, permitindo a sua transição de um operador com implantação regional para um operador com cobertura “verdadeiramente nacional”, por via da aquisição do principal operador nas regiões do Alentejo, do Algarve e RAM.

Figura 17 – Documento Interno da Notificante [Confidencial]

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

136. De facto, no que diz respeito ao HPA Algarve, os órgãos sociais da CUF manifestaram-se da seguinte forma⁷⁶:
- Ata da Comissão Executiva da CUF, de **[Confidencial]** – “**[Confidencial]**”.
 - Ata do Conselho de Administração da CUF, de **[Confidencial]** – “**[Confidencial]**”.
137. Em quarto lugar, a Notificante conclui que **[Confidencial]**”, presumindo-se daqui a identificação de uma vantagem estratégica relevante que resulta da aquisição do HPA pela CUF.

⁷⁶ E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexo 1.

**Figura 18 – Documento interno da Notificante em que identifica o HPA como um ativo
[Confidencial]**

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

**Figura 19 – Documento interno da Notificante em que identifica a aquisição do HPA como
[Confidencial]**

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

138. E, por fim, em quinto lugar, a Notificante conclui que “[Confidencial]”, por se tratar de um “[Confidencial]”, presumindo-se daqui a identificação de uma vantagem estratégica de aquisição do HPA pela CUF.

**Figura 20 – Documento interno da Notificante em que identifica o HPA como um
[Confidencial]**

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

6.3. Avaliação jusconcorrencial

139. Atendendo ao enquadramento da operação de concentração notificada, bem como à caracterização do mercado relevante, entende a AdC, que a operação em apreço, tal como notificada e na ausência de compromissos entretanto assumidos pela Notificante, seria suscetível de criar entraves significativos à concorrência, designadamente através de: (i)

eliminação da concorrência potencial e (ii) reforço do poder negocial das Partes face às seguradoras e subsistemas de saúde.⁷⁷

140. Apresentam-se, *infra*, os fundamentos subjacentes a cada uma destas teses de dano.

6.3.1. Eliminação da concorrência potencial

141. Como ponto prévio, importa recordar que, de acordo com as Linhas de Orientação da AdC⁷⁸ e da Comissão Europeia⁷⁹ em matéria de controlo de concentrações, uma operação pode suscitar preocupações jusconcorrenciais quando resulta na eliminação de uma pressão concorrencial potencial relevante, nomeadamente nos casos em que uma das Partes preveja, com um grau razoável de probabilidade, entrar autonomamente no mercado.

142. Em concreto, as Linhas de Orientação da AdC referem que “[u]ma operação de concentração de natureza horizontal pode gerar efeitos unilaterais, mesmo que uma das empresas nela envolvida não realize vendas no mercado relevante, se implicar a eliminação de concorrência potencial”⁸⁰, ou seja, quando envolva “(...) uma empresa que, na ausência da operação, entraria com uma probabilidade significativa no mercado relevante em que está ativa a outra parte”.⁸¹

143. Nestes casos, a análise deverá centrar-se na *relevância da pressão concorrencial potencial* que se encontra em risco de ser eliminada. Para o efeito, torna-se determinante avaliar o grau de eficiência do potencial novo entrante, uma vez que “[u]ma operação de concentração é mais suscetível de gerar efeitos unilaterais se eliminar um concorrente potencial particularmente eficiente”.⁸²

144. No mesmo sentido, as Linhas de Orientação da Comissão Europeia referem que “[a]s concentrações em que uma empresa que já desenvolve actividades num mercado relevante realiza uma fusão com um concorrente potencial no mesmo mercado podem ter

⁷⁷ Como melhor se explicitará *infra*, o reforço do poder negocial das Partes decorrente da operação pode ser desagregado em duas vertentes: por um lado, a CUF verá reforçado o seu poder negocial a nível nacional, enquanto grupo; por outro, as unidades de saúde atualmente detidas pelo Grupo HPA beneficiarão do poder negocial superior da CUF *vis-à-vis* as entidades financiadoras, originando um efeito de âmbito predominantemente local.

⁷⁸ Cfr., §§2.3.37 e seguintes das Linhas de Orientação para a Análise Económica de Operações de Concentração (“Linhas de Orientação da AdC”).

⁷⁹ Cfr., §§58 e seguintes das Orientações para a apreciação das concentrações horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas (“Linhas de Orientação da Comissão Europeia”).

⁸⁰ Linhas de Orientação da AdC, §2.3.37.

⁸¹ *Idem*, §2.3.38.

⁸² *Ibidem*, §2.3.45.

*efeitos anticoncorrenciais semelhantes aos das concentrações entre duas empresas que já desenvolvem actividades no mesmo mercado relevante”.*⁸³

145. Em termos concretos, de acordo com as referidas linhas de orientação, para que uma concentração com um concorrente potencial possa originar efeitos anticoncorrenciais significativos, devem estar preenchidas duas condições cumulativas: (i) o concorrente potencial deverá já exercer uma influência restritiva significativa ou deverá existir uma probabilidade considerável de que se venha a transformar numa força concorrencial efetiva; e (ii) não deverá subsistir um número razoável de outros concorrentes potenciais suscetíveis de manter uma pressão concorrencial suficiente após a operação.⁸⁴
146. Resulta do exposto que, tanto as Linhas de Orientação da AdC como as da Comissão Europeia reconhecem que a eliminação de concorrência potencial é suscetível de resultar em entraves significativos à concorrência, em termos comparáveis à eliminação de concorrência efetiva.
147. Consequentemente, nestes casos, a análise deverá considerar, por um lado, a pressão disciplinadora que o potencial novo entrante já exercia sobre os operadores estabelecidos ou, em alternativa, a probabilidade concreta da sua entrada. Por outro lado, importa avaliar o impacto que essa entrada poderia gerar no panorama concorrencial do mercado relevante, sendo a eliminação tão mais preocupante quanto mais reduzido for o grau de concorrência existente e quanto maior for a expectativa de que o novo entrante viesse a exercer uma pressão concorrencial significativa, designadamente por se tratar de um operador particularmente eficiente.
148. Feito este enquadramento, importa recordar que, **[Confidencial]** com a celebração de um CPCV para a compra de um terreno em Faro, a Notificante ponderava, como alternativa à aquisição do HPA, a entrada orgânica na região do Algarve **[Confidencial]** – naquela região.
149. A Notificante confirmou, em resposta a um pedido de elementos da AdC, que os **[Confidencial]** – assumiam natureza **[Confidencial]**, tendo referido que o **[Confidencial]**.⁸⁵
150. Igualmente, em resposta a um pedido de elementos subsequente, a Notificante reiterou que *“com a concretização da aquisição do Grupo HPA, a CUF passará a deter um hospital na mesma área geográfica (o Hospital Particular do Algarve – Gambelas), **[Confidencial]**. Ora, tendo em conta tal circunstância, verifica-se a inexistência de um racional económico que justifique **[Confidencial]**”.*⁸⁶
151. Acresce que a documentação interna da Notificante, nomeadamente a constante da Figura 11 e da Figura 12, demonstra o grau de maturidade da alternativa de entrada orgânica e,

⁸³ Linhas de Orientação da Comissão Europeia, §58.

⁸⁴ Idem, §60.

⁸⁵ E-AdC/2025/2890-2892 (20.05), resposta a Q.1.a e a Q.2.b.

⁸⁶ Cfr., E-AdC/2025/3518 (Resposta à questão 4.2 (23.06))

Versão Pública

por conseguinte, a existência de uma “*probabilidade considerável de vir a transformar-se numa força concorrencial efetiva*”, nos termos exigidos pelas Linhas de Orientação da Comissão Europeia.

152. Como referido, a operação em apreço consubstancia a aquisição, pelo maior operador nacional de cuidados de saúde hospitalares privados, do principal operador privado presente na região do Algarve – i.e., o Grupo HPA –, eliminando a possibilidade de uma eventual concorrência futura entre as unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA e as novas unidades que a CUF se preparava para instalar na região.
153. Tal efeito, revela-se particularmente relevante e suscetível de originar entraves significativos à concorrência, por diversas razões.
154. Em primeiro lugar, atendendo a que a CUF se posiciona, atualmente, como o principal operador privado de cuidados de saúde hospitalares a nível nacional, seria expectável que a sua entrada na região do Algarve viesse a constituir uma fonte relevante de pressão concorrencial sobre os operadores já estabelecidos naquela região.
155. Em segundo lugar, a posição de relevo que a CUF ocupa no setor, bem como os recursos de que dispõe, permitem antecipar que esta se constituiria como um potencial novo entrante particularmente eficiente, o que, nos termos das referidas linhas de orientação, acentua os efeitos da sua eliminação enquanto força concorrencial futura.
156. Em terceiro lugar, importa notar que o Grupo HPA assume, no cenário pré-operação, a posição de principal operador privado nas regiões em causa – **[Confidencial]**”.⁸⁷ Assim, com a concretização da operação, as unidades de saúde do principal operador regional deixarão de estar expostas à pressão concorrencial que poderia advir da entrada, tida como potencialmente significativa, de um novo operador com expressão nacional.
157. Em quarto lugar, e não menos relevante, o ambiente concorrencial na região do Algarve é, à data, caracterizado por um grau limitado de concorrência, o que poderá amplificar os eventuais efeitos anticoncorreciais decorrentes da eliminação da concorrência potencial.
158. Com efeito, de acordo com a ERS⁸⁸, o Algarve configura uma das regiões com maiores níveis de concentração na prestação de cuidados de saúde hospitalares:

“As regiões que apresentam maiores preocupações em termos concorreciais nos mercados de prestação de cuidados de saúde hospitalares não públicos localizam-se nas regiões de saúde do Alentejo e do Algarve [...], considerando a potencial dominância identificada em maior percentagem de concelhos, e que afeta maior percentagem de população. Enquanto em 37% dos concelhos de Portugal continental foram identificadas situações de potencial dominância do mercado, representando 15% da população total, nas regiões de saúde do Algarve e do Alentejo, 81% e 70% dos

⁸⁷ E-AdC/2025/2183-2185 (10.04) Anexo 5, slide 4.

⁸⁸ De acordo com a ERS “A potencial dominância é mais frequente nas regiões de saúde do Alentejo e do Algarve” Estudo da ERS, pp. 44.

Versão Pública

*concelhos, respetivamente, apresentam resultados que poderão suscitar preocupações concorrenciais, abrangendo 76% e 66% das suas populações”.*⁸⁹

159. A própria Notificante reconhece que, na região, “[Confidencial]”⁹⁰, acrescentando que a aquisição do Grupo HPA permitiria a “[Confidencial]”⁹¹ (realce nosso).
160. Acresce ainda que, conforme anteriormente referido na secção 6.1.2, o setor de cuidados de saúde hospitalares privados é caracterizado por barreiras à entrada significativas. Esta realidade, por um lado, reduz substancialmente a probabilidade de entrada de novos operadores num horizonte temporal razoável e, por outro, acentua os eventuais efeitos jusconcorrenciais negativos decorrentes da eliminação da entrada da própria CUF no mercado relevante em análise.
161. Por fim, importa referir que, durante a investigação de mercado, a AdC não teve conhecimento de qualquer outro novo operador que tencionasse entrar de forma exógena à operação de concentração⁹², num horizonte temporal razoável, nos mercados locais em análise e com um plano de investimento comparável, em termos de escala e ambição, ao da [Confidencial], que pudesse, de forma plausível, mitigar os eventuais efeitos jusconcorrenciais decorrentes da presente operação.
162. Em todo o caso, importa destacar que, no final da primeira fase, a Notificante veio defender que o racional subjacente à entrada orgânica no mercado na região do Algarve, que se encontrava identificado nos seus documentos internos, já não se verificaria, devendo, por conseguinte, ser desconsiderado pela AdC na avaliação da presente operação.
163. Segundo a Notificante, “(...) a estrutura da **oferta do mercado no Algarve se alterou significativamente desde o ano em que a CUF [Confidencial]**. Com efeito, no entretanto, a **Luz Saúde já entrou na região através da aquisição do hospital de Loulé e dispõe, adicionalmente, de um terreno em Faro para alargar a sua oferta. Por seu turno, o Grupo Lusíadas já se encontra presente na região do Algarve com várias unidades de saúde e encontra-se em construção um novo hospital do grupo em Faro**” (realce nosso).⁹³
164. Não obstante, a AdC entende que os elementos apresentados à data não permitiam desconsiderar a entrada orgânica no mercado da Notificante no Algarve na ausência da presente operação de concentração. Com efeito, num documento data datado de 21 de

⁸⁹ Estudo da ERS, pp. 39.

⁹⁰ E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexo 6, slide 8.

⁹¹ Idem, slide 21.

⁹² Refira-se, no entanto, que, tal como melhor se detalhará em seguida, em resultado dos compromissos apresentados pela Notificante encontra-se prevista a entrada de um novo operador privado de cuidados de saúde hospitalares no Algarve.

⁹³ Cfr., E-AdC/2025/3518 (Resposta à questão 4.2 (23.06)).

fevereiro de 2025, i.e., apenas um mês antes da Notificação da presente operação, refere-se expressamente que “(...) **[Confidencial]**”.⁹⁴

165. Ora, a Notificante não apresentou quaisquer elementos adicionais em primeira fase que demonstrassem, com um grau de robustez suficiente, que depois de 21 de fevereiro de 2025 “*a oferta do mercado no Algarve se alterou significativamente*”.
166. Desta forma, a AdC considerou, em primeira fase, não ser possível afastar a hipótese de que a operação de concentração resultasse na eliminação de uma pressão concorrencial potencial relevante, suscetível de originar entraves significativos à concorrência efetiva no mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas.
167. No decorrer da investigação aprofundada, a AdC analisou o grau de probabilidade e o horizonte temporal da entrada da CUF, ponderando em que medida a sua entrada por via orgânica na região do Algarve deveria ser tida em conta no cenário contrafactual relevante para efeitos da sua análise.
168. A Notificante, por seu turno, de forma a sustentar o seu entendimento identificado no §162, apresentou, em segunda fase, a sua contra-argumentação, tendo por base o relatório económico preparado pela Compass Lexecon (“Relatório da CL”).⁹⁵
169. Neste contexto, apresentam-se nas secções seguintes, por um lado, as conclusões do Relatório da CL, e, por outro, a análise crítica da AdC do mesmo quanto à eliminação da concorrência potencial. Com base nessa análise, expõe-se, por fim, a posição da AdC quanto à probabilidade de entrada da CUF no mercado do Algarve, concluindo-se, pelas razões que melhor se explicitarão *infra*, tratar-se de um cenário provável (i.e., mais provável do que não).

6.3.1.1. Relatório Económico apresentado pela Notificante

170. Como referido, com o intuito de sustentar que o racional subjacente à entrada orgânica na região do Algarve, que se encontrava identificado nos seus documentos internos, já não se verifica, a Notificante submeteu, em segunda fase, o Relatório da CL, no qual se analisam as teses de dano identificadas pela AdC, incluindo, em particular, a tese da concorrência potencial.
171. O Relatório da CL parte da mesma premissa identificada no §162, ou seja, que “(...) *a estrutura da oferta do mercado no Algarve se alterou significativamente desde o ano em que a CUF admitia, internamente, investir na construção de raiz de uma nova unidade de saúde hospitalar nessa região. Com efeito, no entretanto, a Luz Saúde já entrou na região através da aquisição do hospital de Loulé e dispõe, adicionalmente, de um terreno em Faro*”.

⁹⁴ E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexo 6, slide 8.

⁹⁵ “Avaliação económica da transação entre a CUF e o HPA – Um relatório económico preparado para a CUF”, da autoria de Jorge Padilla e Bernardo Sarmiento, apresentado a 17/09/2025. E-AdC/2025/4992 (17.09)

*para alargar a sua oferta. Por seu turno, o **Grupo Lusíadas já se encontra presente na região do Algarve** com várias unidades de saúde e encontra-se em construção um novo hospital do grupo em Faro" (realce nosso).⁹⁶*

172. Embora reconheça a existência de um CPCV relativo à aquisição, pela CUF, de um terreno em Faro, passível de vir a ser utilizado para a construção de uma unidade hospitalar, a CL entende que esse elemento não é suficiente para concluir pela probabilidade de uma entrada orgânica efetiva da CUF na região do Algarve.⁹⁷
173. Neste sentido, considera que se deverá proceder a uma reanálise económico-financeira do projeto de investimento, antes de se poder concluir pela probabilidade de entrada da CUF, por via orgânica, na região do Algarve.
174. Nesse sentido, a CL refere que “[o] projeto de expansão por via orgânica da CUF para a região do Algarve (...) data de **[Confidencial]**. Desde então, não houve qualquer progresso para a sua concretização. Adicionalmente, as condições concorrenciais alteraram-se com a entrada da Luz Saúde e a expansão dos Lusíadas, fatores que reduzem a rentabilidade esperada dessa entrada. Assim, se a CUF não avançou em **[Confidencial]**, é ainda menos provável que o faça agora, quando as condições são menos favoráveis”.
175. Acrescenta ainda a CL que “mesmo que a CUF decidisse entrar de forma orgânica, não exerceria pressão concorrencial nesse mercado pelo menos nos próximos quatro a cinco anos, o que (...) é [um prazo] bastante superior ao horizonte de dois anos considerados relevantes pela Comissão Europeia”, por referência ao estabelecido no §74 das Orientações da CE para a apreciação das Concentrações Horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas (2004/C 31/03).
176. Quanto a este último ponto, a AdC nota que, de acordo com o referido §74 das Orientações da CE, a Comissão “analisa se uma entrada será suficientemente rápida e sólida para impedir ou anular o exercício do poder de mercado. (...) normalmente só se considera que uma entrada é realizada em tempo útil se ocorrer no prazo de dois anos”. Ou seja, a referência ao “prazo de dois anos” surge no contexto em que se considera a entrada no mercado de potenciais concorrentes, como forma de contrabalançar eventuais efeitos anticoncorrenciais que, na ausência dessa entrada potencial, decorreriam da operação de concentração.⁹⁸

⁹⁶ Cfr., E-AdC/2025/3518 (Resposta à questão 4.2 (23.06))

⁹⁷ Aliás, acrescenta a CL que esta conclusão é reforçada pelo facto da CUF não ter, até à data, incorrido em custos irre recuperáveis de relevo, nem desenvolvido qualquer progresso material no sentido da concretização do referido projeto.

⁹⁸ Aliás, esse entendimento resulta claro do §68 das Orientações da CE, que introduz a secção donde consta a referência ao “prazo de dois anos” (cf. §74 das Orientações da CE), em que se refere que “Quando a entrada no mercado é suficientemente fácil, é pouco provável que uma concentração suscite um risco anticoncorrencial significativo. Desta forma, a análise da entrada no mercado constitui um elemento importante para a apreciação geral em termos de concorrência. Para que uma entrada no mercado possa ser considerada como pressão concorrencial suficiente sobre as partes na concentração, deverá demonstrar-se que a entrada é provável, será

177. No caso presente, está-se a avaliar a entrada por via orgânica da CUF, tendo por referência o contrafactual, i.e., o cenário jusconcorrencial que ocorreria na ausência da operação de concentração. Neste contexto, considera a AdC que um horizonte temporal de “*quatro a cinco anos*” (cf. §174) para uma entrada efetiva da CUF, por via orgânica, na região do Algarve é enquadrável no contrafactual a considerar na presente avaliação jusconcorrencial.
178. Tendo por base este entendimento, a análise que se segue focar-se-á na probabilidade de entrada e, em particular, na avaliação sobre se a probabilidade de entrada se alterou significativamente, de **[Confidencial]** para o atual momento, em função das alegadas alterações das “*condições concorrenciais (...) com a entrada da Luz Saúde e a expansão dos Lusíadas, fatores que reduzem a rentabilidade esperada da entrada*” (cf. §173).
179. A CL começa por notar que, de acordo com os documentos internos relativos ao “**[Confidencial]**” de expansão para o Algarve, a entrada orgânica teria, nas condições de mercado de **[Confidencial]**, “*NPVs residuais*”⁹⁹ e que “**[Confidencial]**”, não obstante a estimativa da procura ter sido efetuada “**[Confidencial]**”¹⁰⁰.
180. Ou seja, a CL conclui que “*a análise da CUF em [Confidencial] não evidencia que a entrada orgânica no Algarve seja um plano com rentabilidade significativas e, portanto, com elevada probabilidade de concretização*”, estimando-se, neste contexto, um NPV do projeto **[Confidencial]** de euros que, conforme referido, a CUF classificou de “*NPVs residuais*”.
181. Face ao exposto e, em particular, às “*alterações relevantes [Confidencial] que impactam, de maneira significativa, a viabilidade de entrada orgânica da CUF, nomeadamente no que toca à sua capacidade para capturar clientes*”¹⁰¹, a CL recalcula o NPV do projeto, assumindo uma redução das taxas de captação da CUF em 25%, “*um pressuposto conservador que assume*

realizada em tempo útil e será suficiente para evitar ou anular os eventuais efeitos anticoncorrenciais da concentração”.

⁹⁹ O NPV corresponde ao *Net Present Value* do projeto, i.e., o valor atualizado de todos os fluxos de caixa esperados do projeto de investimento, descontados de todas as necessidades de investimento. O NPV é uma ferramenta de avaliação de projetos de investimento e permite avaliar a rentabilidade do investimento, considerando, entre outros, a remuneração exigida pelos investidores para o tipo de estrutura financeira do projeto e risco operacional assumido.

¹⁰⁰ Para este efeito, assumiu-se uma taxa de captação de clientes para o Hospital de Faro, relativamente ao município de Faro, de **[Confidencial]**%, o que, de acordo com os documentos internos da CUF, representa a taxa de captação máxima dos hospitais considerados como comparáveis. Em relação à procura do Hospital de Faro proveniente dos restantes municípios do Algarve, consideraram-se taxas de captação médias dos hospitais considerados como comparáveis e para o mesmo tipo de distância face ao hospital.

¹⁰¹ Conforme referido *supra*, a CL identifica, em particular, duas alterações com potenciais impactos nas taxas de captação de clientes do projeto da CUF para o Algarve, nomeadamente, a entrada da Luz Saúde no Algarve por via da aquisição do Hospital de Loulé e, ainda, a construção em Faro de um novo hospital do Grupo Lusíadas com abertura prevista para 2026.

que o novo Hospital dos Lusíadas captaria uma proporção do mercado em linha com o número de hospitais [no município de Faro] neste cenário hipotético”.^{102,103}

182. Assim, assumindo uma redução em 25% na taxa de captação de clientes¹⁰⁴, a CL nota que o valor (i.e., NPV) do projeto se reduziria para montante significativamente negativo, na ordem dos [...] milhões de euros, concluindo, “com base nesta evidência, [ser] improvável que a CUF entre no Algarve por via orgânica”.¹⁰⁵

6.3.1.2. Modelo Económico-Financeiro de avaliação do projeto de investimento desenvolvido pela CUF

183. O modelo económico-financeiro em que se baseou a análise da CL foi construído pela própria CL, tendo por referência a informação – necessariamente incompleta – que constava da documentação interna da CUF relativa ao projeto **[Confidencial]** para a região do Algarve.
184. Ora, por um lado, este modelo da CL aparentava ser menos completo ou detalhado do que modelos económico-financeiros desenvolvidos pela CUF para avaliação de outros projetos de investimento (v.g., Hospital **[Confidencial]**) e; por outro lado, baseava-se num conjunto de pressupostos que importaria analisar criticamente.

¹⁰² A CL considera que “este pressuposto é conservador uma vez que apenas tem em consideração a construção do hospital em Faro por parte do Grupo Lusíadas e ignora o impacto da possível expansão do Grupo Luz e aquisição do Hospital de Loulé”.

¹⁰³ Nos termos do Relatório da CL, em **[Confidencial]**, “à data do estudo, as taxas de captação consideradas na análise financeira [da CUF] consideravam apenas a presença de dois hospitais na zona: o HPA Gambelas-Faro e o Hospital de Loulé”. Neste cenário, assumiu-se uma taxa de captação de **[Confidencial]**%, sendo os restantes **[Confidencial]**% atribuídos aos dois hospitais existentes em **[Confidencial]**.

No recálculo do NPV para as condições de mercado de 2025, a CL “assume que o novo Hospital dos Lusíadas captaria uma proporção de mercado em linha com o número de hospitais”, ou seja, 25% do mercado, correspondendo os restantes 75% à procura a captar pelo HPA Gambelas-Faro, o Hospital de Loulé e o Hospital da CUF. Assumindo que estes três hospitais seriam afetados de forma equivalente pela entrada do novo hospital dos Lusíadas, i.e., de forma proporcional às respetivas taxas de captação iniciais, então as taxas de captação reduzem-se em 25% (i.e., a taxa de captação da CUF para o município de Faro passaria dos **[Confidencial]**%, anteriormente considerados, para **[Confidencial]**%, valor que foi assumido no recálculo do NPV do projeto apresentado no Relatório da CL).

¹⁰⁴ *Idem.*

¹⁰⁵ A CL nota, também, que “a entrada de novos concorrentes e os respetivos planos de expansão [no Algarve] atualmente em desenvolvimento aumentam a incerteza quanto à rentabilidade de uma entrada orgânica na zona”, incluindo a incerteza relativa a eventuais dificuldades associadas à escassez de profissionais de saúde, as quais tenderão “a agravar-se com a entrada dos novos concorrentes na área”. Neste cenário de maior incerteza, aumenta “a taxa de retorno exigida pelos financiadores”, o que aumenta o custo de financiamento do projeto.

Versão Pública

185. A título de exemplo, tendo a CL procedido ao ajustamento das taxas de captação de clientes, nos termos e pelos motivos explicados *supra*, e, nessa medida, ajustado em baixa os proveitos gerados pelo projeto em causa; também se notou, por outro lado, que a atual dimensão potencial da procura para a totalidade dos serviços privados de saúde aparenta ser maior do que o assumido em **[Confidencial]** (i.e., em termos, não só de aumento da população residente no Algarve, como, também, da taxa de penetração de seguros de saúde).
186. Com o intuito de ter acesso a informação o mais detalhada possível, bem como testar alguns dos pressupostos assumidos pela CL, a AdC solicitou à Notificante o envio do(s) *Business Plan(s)* ou modelo(s) económico-financeiro(s), bem como a identificação dos respetivos pressupostos, em que se baseou a avaliação de cada uma das expansões orgânicas que foram ponderadas / avaliadas para a região do Algarve.¹⁰⁶
187. Em resposta, a Notificante submeteu o modelo económico-financeiro de suporte à análise de investimento feita em **[Confidencial]**¹⁰⁷ relativa à avaliação da opção "**[Confidencial]**"¹⁰⁸, com informação detalhada sobre a avaliação da rentabilidade do projeto e respetivos pressupostos assumidos. Nesta análise, a Notificante conclui que o referido projeto geraria um NPV de [...] milhões de euros, valor coincidente com o montante constante da documentação interna da CUF acedida pela AdC, bem como no Relatório da CL.
188. Com base no mesmo modelo económico-financeiro, a CUF procede à atualização da avaliação do projeto de investimento, considerando, entre outros, as alterações relevantes ocorridas no mercado após **[Confidencial]** com impacto, designadamente, nas taxas de captação de clientes, tal como explanado no Relatório da CL.¹⁰⁹
189. Em concreto, de uma forma mais detalhada, a Notificante procedeu às seguintes atualizações:

¹⁰⁶ Ou seja, a AdC acedeu, em sede de 1ª fase de investigação, à informação que consta da referência à "**[Confidencial]**" nas apresentações ao Conselho de Administração da CUF relativas à aquisição do Grupo HPA. O que se pretendeu com estes elementos adicionais, é que, à semelhança da informação mais detalhada submetida à AdC sobre os vários projetos de investimento relativos às últimas expansões orgânicas (i.e., **[Confidencial]** – cfr., E-AdC/2025/4404-4403, de 11.08), fosse enviada informação análoga ou mais detalhada para o projeto de Faro – cfr., E-AdC/2025/6157-6159, de 14.11).

¹⁰⁷ Cfr., E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11.

¹⁰⁸ Correspondente à abertura de um hospital no Algarve, localizado em Faro.

¹⁰⁹ Conforme referido *supra*, consideraram-se, em particular, duas alterações com potenciais impactos nas taxas de captação de clientes do projeto da CUF para o Algarve, nomeadamente, a entrada da Luz Saúde no Algarve por via da aquisição do Hospital de Loulé e, ainda, a construção em Faro de um novo hospital do Grupo Lusíadas com abertura prevista para 2026.

Versão Pública

- (a) evolução da população e da penetração de seguros na região (acima do estimado anteriormente) e das taxas de captação de referência da CUF em outras unidades (em vários casos superiores às estimadas em **[Confidencial]**);¹¹⁰
 - (b) revisão em baixa das taxas de captação potenciais específicas na região¹¹¹, dada a entrada do Grupo Lusíadas com um hospital de grande dimensão em Faro em 2026 e da entrada do Grupo Luz Saúde no Algarve, com oportunidade de expansão com novo hospital na zona de Faro;¹¹²
 - (c) atualização dos pressupostos de faturação média tendo em conta a realidade atual da CUF;
 - (d) atualização do valor estimado de investimento numa nova unidade de raiz.¹¹³
190. Adicionalmente, a Notificante procedeu a alguns ajustamentos na avaliação do investimento, que resultam de evoluções na metodologia utilizada pela CUF, em linha com os pressupostos utilizados em outros investimentos recentes, como, por exemplo, no Hospital CUF **[Confidencial]**. Destacam-se os seguintes ajustamentos¹¹⁴:

¹¹⁰ Para efeitos de estimação da procura dirigida ao projeto, a CUF começa por determinar a dimensão total do mercado potencial de serviços de saúde hospitalares, tomando como referência, por um lado, a população residente na área em causa e a penetração de seguros de saúde, e, por outro, a dimensão de outros mercados comparáveis; para, a seguir, aplicar, sobre a procura total, as taxas de captação específicas potenciais da CUF – utilizando, mais uma vez, taxas de captação reais de outros mercados comparáveis –, determinando, assim, a procura específica que será dirigida às unidades de saúde da CUF.

¹¹¹ Na análise de **[Confidencial]**, as taxas de captação em Faro tinham como pressuposto a taxa de captação do Hospital **[Confidencial]** no concelho de **[Confidencial]**. As taxas de captação foram atualizadas para **[Confidencial]**(**[Confidencial]**), e depois foi revista em baixa para considerar a intensificação da concorrência face a **[Confidencial]**. Para o efeito, utilizou-se como referência a taxa de captação **[Confidencial]** (local onde, de forma semelhante a Faro, existem outros três operadores de grande dimensão Trofa, Luz e Lusíadas). Considerou-se o ponto médio entre a taxa de captação em **[Confidencial]** e a taxa de captação em **[Confidencial]**.

¹¹² É de notar que apesar de a construção de um hospital em Faro pelo Grupo Luz Saúde ser incerta – **[Confidencial]** (E-AdC_2025-4620, de 26.08, Q.B.3) –, a Notificante entende que, dada a probabilidade relevante de acontecer, do ponto de vista de análise de investimento pela CUF essa eventual nova unidade tem de ser incorporada nas projeções de negócio.

¹¹³ A Notificante refere que, “à data da elaboração das projeções em **[Confidencial]**, e com poucas referências recentes de desenvolvimentos de hospitais médios, foi utilizada como referência o capex previsto para **[Confidencial]**, adaptado a Faro, que resultava em [...] milhões de euros ([...] milhões de euros de obra, [...] milhões do terreno e [...] milhões de euros de equipamento). A Notificante refere que o investimento real em **[Confidencial]** foi superior em [...] milhões de euros face ao esperado, essencialmente pelo agravamento dos custos de construção. A nova estimativa da CUF para uma unidade no Algarve é de [...] milhões de euros, utilizando como referência o projeto CUF **[Confidencial]**, já com custos de construção atuais, i.e., um agravamento de [...] milhões de euros face à análise de **[Confidencial]**.” E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11 (Q.1, nota de rodapé 6).

¹¹⁴ E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11, Q.1.

Versão Pública

- (a) revisão **[Confidencial]** da taxa de crescimento que é aplicada aos *cash-flows* em perpetuidade (i.e., a partir do 10º ano do projeto)¹¹⁵, com impacto **[Confidencial]** na rentabilidade do projeto;
 - (b) revisão em alta do WACC¹¹⁶ “base” da CUF – de **[0-10]**% para **[0-10]**% –, que, segundo a Notificante, resultou do aumento das taxas de juro nos últimos anos;
 - (c) revisão **[Confidencial]** do prémio de risco a incluir no WACC.¹¹⁷
191. Tendo em consideração os ajustamentos nos pressupostos e metodologia do modelo económico-financeiro, a Notificante recalcula o NPV da entrada em Faro, com uma unidade hospitalar equivalente à que se previa em **[Confidencial]**, concluindo que o mesmo seria de [...] milhões de euros negativos – que compara com o montante de [...] milhões de euros negativos que tinha sido determinado no Relatório da CL. Face àquele valor, a Notificante conclui que, nas condições de mercado atuais, a entrada orgânica da CUF no Algarve é economicamente irracional.^{118,119}
192. Tendo em conta os dados apresentados, a AdC procedeu à análise crítica do modelo económico-financeiro apresentado pela CUF, com foco particular em dois pressupostos explícitos e um pressuposto implícito em que se baseia a análise da Notificante.
193. Relativamente aos dois pressupostos explícitos, importa discutir criticamente, por um lado, a revisão em alta do valor estimado de investimento (de [...] milhões de euros para [...])

¹¹⁵ Em regra, na avaliação de um projeto de investimento, faz-se uma previsão dos *cash-flows* para os primeiros N anos do projeto (*in casu*, consideraram-se 10 anos), assumindo-se, a partir desse ano, montantes correspondentes aos *cash-flows* do ano anterior acrescidos de uma determinada taxa de crescimento anual.

¹¹⁶ O WACC corresponde ao custo médio ponderado do capital (i.e., pondera, por um lado, o custo do capital próprio – i.e., o custo de capital exigido pelos acionistas para o nível de risco que está em causa no projeto – e, por outro, o custo da dívida, devidamente ponderados pelos respetivos pesos destas duas fontes de financiamento na estrutura de financiamento da empresa ou do projeto), sendo utilizado para atualizar os *cash-flows* futuros para valores atuais.

¹¹⁷ No cálculo do WACC específico a aplicar ao projeto considera-se, por regra, um prémio de risco específico ao projeto e, em função deste, ajusta-se o WACC “base” acrescentando o prémio de risco em causa.

¹¹⁸ A Notificante calcula ainda, num exercício de análise de sensibilidade, o montante de acréscimo de procura que seria necessário para se atingir o *break-even* do projeto (i.e., para se atingir um NPV igual a zero), concluindo por um aumento em **[30-40]**% das captações do cenário base, o que, refere, seriam **[Confidencial]** da CUF e muito desadequadas à realidade da concorrência na região (ex., **[Confidencial]**) E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11, Q.1.

Num segundo exercício de sensibilidade, determina o montante de acréscimo de procura que seria necessário para atingir o (alegado) critério mínimo de **[Confidencial]**, o que resultaria na duplicação das taxas de captação do cenário base (ex., uma **[Confidencial]**) E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11, Q.1.

¹¹⁹ E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11, Q.1.

milhões de euros) e, por outro, a revisão **[Confidencial]** do WACC, em particular o prémio de risco de **[Confidencial]** incluindo no WACC.¹²⁰

194. Adicionalmente, importa discutir criticamente o pressuposto implícito relacionado com a dimensão do projeto, com impacto, não só no nível de investimento, mas também no risco (de sobredimensionamento) associado ao projeto e, conseqüentemente, no prémio de risco a considerar.
195. Quanto à revisão em alta do valor estimado do investimento, num aumento de cerca de [...] ¹²¹ ou, considerando que este alegado agravamento se aplica, essencialmente, à componente de CAPEX relativa ao custo de construção, [...] ¹²² desta componente do projeto, note-se o seguinte.¹²³
196. A AdC nota a inconsistência entre esta revisão em alta do valor estimado do investimento, apenas agora trazida ao processo, não só porque a mesma é inconsistente com todas as referências que constam da documentação interna da Notificante, como, sobretudo, é inconsistente com os valores de investimento em causa no projeto de construção em curso de um novo hospital em Faro por parte do Grupo Lusíadas.
197. De facto, o custo total de investimento previsto para este hospital do Grupo Lusíadas¹²⁴ é de [...] milhões de euros, para uma área de construção de cerca de **[Confidencial]** m², o que contrasta com o valor agora estimado pela Notificante de [...] milhões de euros, num projeto da CUF que envolve uma área de construção de cerca **[Confidencial]** m². Refira-se, aliás, conforme reconhecido pela própria Notificante, a estimativa de investimento que consta da documentação interna da Notificante – investimento de [...] milhões de euros – está

¹²⁰ E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11, Q.1.

¹²¹ Isto é, [...] milhões por comparação com os [...] milhões que constavam da documentação interna da Notificante.

¹²² Isto é, [...] milhões de euros por comparação com os [...] milhões de euros que constavam da documentação interna da Notificante, relativo ao CAPEX em obra de construção.

¹²³ Conforme referido *supra*, a Notificante justifica esta revisão em alta do custo de investimento da seguinte forma: “À data da elaboração das projeções em **[Confidencial]**, e com poucas referências recentes de desenvolvimentos de hospitais médios, foi utilizada como referência o capex previsto para **[Confidencial]** em projeto, adaptado a Faro, que resultava em [...] milhões de euros ([...] milhões de euros de obra, [...] milhões do terreno e [...] milhões de euros de equipamento). O investimento real em **[Confidencial]** foi superior em [...] milhões de euros face ao esperado, essencialmente pelo agravamento dos custos de construção. A nova estimativa da CUF para uma unidade no Algarve é de [...] milhões de euros, utilizando como referência o projeto CUF **[Confidencial]**, já com custos de construção atuais, i.e., um agravamento de [...] milhões de euros face à análise de **[Confidencial]**” E-AdC/2025/6157-6159 de 14.11 (Q.1, nota de rodapé 6).

¹²⁴ Cfr., E-AdC/2025/6586, de 12.12 (Q1 d) e e)).

perfeitamente em linha com o investimento previsto para o projeto do Grupo Lusíadas, ajustado em função das diferentes áreas de construção.¹²⁵

198. Nota-se também uma aparente inconsistência entre esta revisão em alta do valor estimado do investimento e, a título de exemplo, as estimativas de investimento para **[Confidencial]**.
199. Ou seja, neste último caso e à semelhança do projeto do Hospital CUF Faro, está em causa um hospital médio, com **[Confidencial]** blocos operatórios e com uma área de **[Confidencial]** m² (ainda que área clínica seja de **[Confidencial]** m²), que compara com os cerca de **[Confidencial]**m² projetados para o Hospital CUF Faro. Já em termos de investimento, prevê-se, no caso de **[Confidencial]**, um investimento em obra de **>30** milhões de euros, o que compara com a previsão do investimento em obra do projetado Hospital de Faro, no valor de **>30** milhões de euros.

Figura 21 – Documento interno da Notificante em que caracteriza o projeto do Hospital CUF e respetivo nível de investimento¹²⁶

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

200. Quanto à revisão **[Confidencial]** do WACC e, em particular, do prémio de risco incluído no mesmo apenas agora trazida ao processo, refira-se que esta revisão parece, não só, ser inconsistente com o WACC aplicado a vários dos projetos de construção de hospitais da CUF, como, também, aparenta ser inconsistente com o WACC considerado na avaliação do Grupo HPA.
201. De facto, o WACC aplicado – a título de exemplo – ao projeto de construção em curso do hospital CUF **[Confidencial]** é de **[0-10]**% – em linha, aliás, com o WACC considerado para o projeto de expansão orgânica para o Algarve, que consta da documentação interna da Notificante –, que compara com os **[0-10]**% que foi considerado pela Notificante na avaliação do Grupo HPA.

¹²⁵ O Grupo Lusíadas, ao prever um investimento de [...] milhões de euros para uma área de construção de cerca de **[Confidencial]** mil m², estima um custo médio de investimento correspondente a [...] mil euros/m², o que coincide com o custo médio de investimento por m² que consta da documentação interna da Notificante (i.e., um investimento de [...] milhões de euros para uma área de construção de cerca de **[Confidencial]** m², correspondendo, assim, a [...] mil euros/m²).

¹²⁶ Cfr., E-AdC/2025/4404, de 11.08, Anexo 5, slide 17.

Versão Pública

202. Ora, a revisão **[Confidencial]** do WACC agora considerada, para efeitos de avaliação do projeto de construção de um hospital em Faro, é de **[0-10]**%, um valor superior aos valores de WACC anteriormente considerados e referidos no ponto anterior.
203. Refira-se ainda que no exercício de determinação do WACC a aplicar a um determinado projeto considera-se, por um lado, o WACC “base” – tendo a CUF revisto esta componente de **[0-10]**% para **[0-10]**%, o que está em linha com outros projetos (e.g., Hospital CUF **[Confidencial]**) –, ao qual se acrescenta um prémio de risco específico ao projeto e que depende, entre outros fatores de risco, da dimensão do projeto e do nível de dívida que é assumida, bem como da incerteza relativa à procura espectável do projeto.
204. Nota-se que, no caso da avaliação do projeto de aquisição do Grupo HPA, considerou-se um WACC de **[0-10]**%, associado a um prémio de risco do projeto igual a [...] *basis points* que reflete, nomeadamente, a dimensão da operação.

Figura 22 – Documento interno da Notificante em que identifica o WACC considerado na avaliação da aquisição do Grupo HPA

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

205. Ora, no caso da revisão **[Confidencial]** do WACC agora considerado, para efeitos de avaliação do projeto de construção de um hospital em Faro, [...] *basis points*, o que, em função das dimensões em causa num e noutro projeto, aparenta ser inconsistente com o prémio de risco de [...] *basis points* para o projeto de aquisição do Grupo HPA.
206. A título de comparação, no recente projeto do Hospital CUF **[Confidencial]** considerou-se um prémio de risco de [...] *basis points* – e o mesmo é válido para o Hospital CUF de (no caso do Hospital CUF **[Confidencial]**, considerou-se um prémio de risco de [...] *basis points*) –, em linha, aliás, com o prémio de risco considerado para o projeto de expansão orgânica para o Algarve, que consta da documentação interna da Notificante.

Figura 23 – Documento interno da Notificante em que identifica a sensibilidade do valor do projeto do Hospital de [Confidencial] ao prémio de risco assumido¹²⁷

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

207. Reconhece-se que a incerteza relativa à procura dirigida ao projeto é, necessariamente, um fator a ter em conta no risco específico do projeto, sendo que tal incerteza ou volatilidade da procura é, potencialmente, afetada pelo nível de concorrência existente na área geográfica em causa. Este foi um fator considerado na determinação do prémio de risco do Hospital CUF de [Confidencial], onde se assumiu um *“prémio de risco alto, principalmente dada a forte concorrência na região”¹²⁸*, o que explica parte da diferença para valores mais atrativos de outros projetos.
208. De facto, o [Confidencial].

Figura 24 – Documento interno da Notificante em que caracteriza a concorrência da CUF no concelho de [Confidencial]¹²⁹

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

209. Já no que se refere ao projeto Hospital CUF de Faro, a AdC considera que a abertura de um novo hospital do Grupo Lusíadas Saúde em Faro terá alterado o nível de risco específico do projeto Hospital CUF de Faro, o que justifica a revisão em alta do prémio de risco a incluir no WACC de avaliação do projeto.
210. Não obstante, considerar, agora, [Confidencial]– um projeto que, pela sua dimensão, assumiu um prémio de risco elevado –, como, também, com o [Confidencial]– um projeto

¹²⁷ E-AdC/2025/4404, de 11.08, Anexo 5, slide 23.

¹²⁸ Idem.

¹²⁹ Ibidem, slide 11.

Versão Pública

que, como vimos, assumiu um “[Confidencial]”, resultando, por essa via, numa maior volatilidade potencial ou incerteza sobre a procura dirigida ao hospital da CUF.

211. De facto, note-se que a entrada por via orgânica da CUF em Faro resultaria na presença, naquela área geográfica, de quatro dos cinco principais operadores hospitalares privados – o Grupo HPA com uma forte presença no Algarve, a Luz Saúde com o hospital de Loulé e o Grupo Lusíadas Saúde, para além da Notificante com o Hospital CUF Faro –, o que compara com o cenário da área geográfica de [Confidencial], onde já se encontram presentes o Grupo Trofa, os Lusíadas e a Luz Saúde e, com o projeto do Hospital CUF de [Confidencial], esta área passaria a contar com a presença dos quatro principais grupos hospitalares privados.
212. Acresce que, relativamente a Faro, aquele já era o cenário que se verificava em [Confidencial], uma vez que o Grupo Lusíadas já se encontrava presente no Algarve com um hospital e várias clínicas, resultando, agora, apenas um reforço do número de unidades hospitalares com a abertura, prevista para 2026, do novo hospital dos Lusíadas em Faro.¹³⁰
213. Face ao exposto, conclui-se que a abertura de um novo hospital do Grupo Lusíadas Saúde em Faro terá alterado o nível de risco específico do projeto Hospital CUF de Faro, o que justifica a revisão em alta do prémio de risco a incluir no WACC de avaliação do projeto; não obstante, considera-se, como referencial para este projeto, um prémio de risco sensivelmente em linha com o assumido pela CUF na avaliação do projeto Hospital CUF de [Confidencial] (igualmente em linha com o assumido na avaliação do Grupo HPA).
214. Em complemento ao exposto, importa notar que a Notificante aplica uma determinada matriz de risco (cf. Figura 23) em que considera, por um lado, [Confidencial] critérios-chave – [Confidencial] – e, por outro, avalia cada um destes critérios em função de [Confidencial]. O prémio de risco resulta da soma dos prémios de risco associados a cada um daqueles critérios, sendo que, na valoração máxima de risco, resultam prémios de [...] *basis points*, [...] *basis points* e [...] *basis points*, respetivamente, para os critérios [Confidencial].
215. No presente caso, a Notificante avalia o projeto Hospital CUF de Faro, à data de hoje, com o nível máximo de risco em cada um daqueles critérios, a que corresponde, assim, um prémio de risco de [...] *basis points*.
216. No que se refere ao critério “[Confidencial]”, a AdC concorda com a avaliação da Notificante. De facto, se tomarmos como referência o projeto de [Confidencial] (cf. Figura 23) – em que a presença da Trofa Saúde, dos Lusíadas Saúde e da Luz Saúde naquele mercado levou a assumir um risco máximo associado ao critério “[Confidencial]” –, a presença do HPA, da

¹³⁰ Ainda que, em [Confidencial], a Luz Saúde não estivesse presente no Algarve, a sua entrada ocorreu recentemente por via da aquisição do Hospital de Loulé – um hospital que, aliás, a CUF classifica de “bem gerido” na sua documentação interna –, não resultando, assim, da entrada de um novo operador, mas antes da substituição de um operador por outro na gestão do Hospital de Loulé.

- Lusíadas Saúde e da Luz Saúde no Algarve justifica a atribuição de um prémio de risco **[Confidencial]** a este critério (i.e., correspondente a [...] *basis points*).¹³¹
217. No entanto, importa notar que o critério "**[Confidencial]**" é, na matriz de risco considerada pela CUF, o único dos três critérios a ser impactado pela abertura de um novo hospital do Grupo Lusíadas Saúde em Faro, bem como pela entrada da Luz Saúde no Algarve por via da aquisição do Hospital de Loulé, o que justificou a revisão em alta do prémio de risco a incorporar no WACC do projeto Hospital CUF Faro.
218. Considerando que a CUF terá, na avaliação anterior, atribuído um nível de risco intermédio a este critério (i.e., correspondente a [...] *basis points*), nomeadamente, por se estar na presença de um "**[Confidencial]**"¹³², **[Confidencial]**"; e que, conforme referido no §215, a AdC concorda que a presença do HPA, dos Lusíadas e da Luz Saúde no Algarve justifica a atribuição de um prémio de risco máximo ao critério "**[Confidencial]**" (i.e., correspondente a [...] *basis points*); resulta daqui um ajustamento de [...] *basis points* no prémio de risco do projeto.
219. Em suma, tendo a CUF ajustado o WACC "base" de **[0-10]**% para **[0-10]**% – o que, conforme referido no §202, está em linha com outros projetos (ex. Hospital CUF **[Confidencial]**) – e, por outro lado, considerando o ajustamento de [...] *basis points* no "**[Confidencial]**" por via, nomeadamente, da abertura de um novo hospital dos Lusíadas em Faro, a AdC aceita uma revisão em alta do WACC do projeto de **[0-10]**%, considerado na anterior avaliação do projeto, para **[0-10]**% (i.e., uma revisão em alta de [...] *basis points* no WACC "base" e de [...] *basis points* no prémio de risco associado ao critério "**[Confidencial]**", o único critério que é afetado pela abertura de um novo hospital dos Lusíadas em Faro, bem como pela entrada da Luz Saúde no Algarve por via da aquisição do Hospital de Loulé).
220. Em todo o caso, sempre se fará uma análise de sensibilidade ao WACC, nos cálculos do NPV do projeto que se apresentarão *infra*.¹³³

¹³¹ Importa fazer aqui um ponto de esclarecimento. A referência à "**[Confidencial]**" que aqui é feita não pode ser confundida, de modo algum, com um entendimento sobre o grau de concorrência no mercado. Ou seja, o que se avalia aqui é o nível de risco de uma potencial entrada no mercado, o qual é determinado, entre outros, pelas condições de concorrência no mercado. Ora, este risco será mais acentuado quando, como é o caso, se identifica um operador (*in casu*, o HPA) com uma forte implantação na área geográfica em causa, o que, necessariamente, também se traduz numa elevada concentração do mercado.

¹³² O que é uma interpretação muito conservadora, uma vez que seria mais razoável, para efeitos de avaliação de risco sobre "**[Confidencial]**", considerar apenas os concorrentes.

¹³³ O NPV tenderá a ser bastante sensível à taxa WACC considerada, o que resulta do facto de revisões do WACC não influenciarem, de forma substancial, o valor atual do investimento ou dos *cash-flows* do período de vida inicial do projeto (por regra, *cash-flows* reduzidos); já, pelo contrário, o valor atual dos *cash-flows* do período de "velocidade cruzada" do projeto (por regra, *cash-flows* mais elevados) serão mais sensíveis a revisões do WACC. A título de exemplo, no projeto de **[Confidencial]**, uma revisão em alta do WACC de **[0-10]**% para **[0-10]**% resultaria numa diminuição de **[20-30]**% no valor do NPV. Já uma revisão em baixa do WACC de **[0-10]**% para **[0-10]**% resultaria no aumento de **[30-40]** % no valor do NPV. Assim, é possível que

221. Consideramos, por fim, o pressuposto implícito em que se baseia a análise económico-financeira apresentada pela CUF, relacionado com a dimensão do projeto do Hospital CUF de Faro que foi assumida na análise da Notificante.
222. Conforme referido *supra* no §188, na atualização dos pressupostos em que se baseia a avaliação do projeto de investimento relativo ao Hospital CUF de Faro, assumiu-se uma revisão em baixa das taxas de captação potenciais específicas à região, dada a entrada do Grupo Lusíadas com um novo hospital em Faro, em 2026. Esta atualização resulta, *per se*, numa redução da procura potencial dirigida ao projeto do Hospital CUF de Faro.
223. Mas, em sentido contrário, a evolução da população e da penetração dos seguros (acima do estimado anteriormente), por um lado, e a atualização das taxas de captação de referência da CUF em outras unidades de saúde (em vários casos superiores às estimadas em **[Confidencial]**), por outro, resultam, *per se*, num aumento da procura potencial dirigida ao projeto do Hospital CUF de Faro.
224. Acresce que a Notificante procedeu, ainda, à atualização dos pressupostos de faturação média tendo em conta a realidade atual da CUF, o que resulta, *per se*, no aumento do valor dos proveitos .
225. Ponderadas estas três atualizações dos pressupostos do modelo económico-financeiro de avaliação do projeto de investimento, a faturação anual na maturidade prevista para o Hospital CUF Faro é igual a cerca de [...] milhões de euros, o que compara com a faturação prevista de [...] milhões de euros na anterior avaliação.
226. Considerando, apenas, as duas primeiras atualizações – i.e., excluindo a atualização dos pressupostos de faturação média referida no §223 –, as quais impactam em direções opostas sobre o número de clientes do projetado Hospital CUF Faro, a CUF estima uma redução no número total de clientes de **[10-20]**%.

Tabela 9 – Clientes e faturação na maturidade do Hospital CUF Faro

	Avaliação [Confidencial]	Avaliação 2025	Variação
Clientes	[...]	[...]	- [10-20] %
Coeficiente de Duplicação	[...]	[...]	---
Faturação Média (ano zero)	[...]	[...]	+ [...]%
Variação de Preços	[...]	[...]	---
Faturação Média Final (maturidade)	[...]	[...]	+ [...]%
Faturação (em milhares de €)	[...]	[...]	+ [<10] %

considerar, no caso concreto, um WACC de **[0-10]**% resulte num NPV significativamente distinto daquele que foi determinado pela Notificante, com base num WACC de **[0-10]**%. Mas esta será uma matéria que analisaremos *infra*.

Fonte: Notificante.

227. Ou seja, ainda que a Notificante considere que a abertura de um novo hospital da Lusíadas Saúde em Faro tenha como impacto, nesta atualização das estimativas de procura para o projetado Hospital CUF Faro, uma redução em cerca de **[10-20]**% dos clientes do projetado hospital, não procede a qualquer redimensionamento do projeto em causa.
228. Note-se que a dimensão do projeto tem impacto potencial, não só no nível de investimento exigido, mas também no risco (de sobredimensionamento) associado ao projeto e, conseqüentemente, no prémio de risco a considerar.
229. Acresce que, neste momento, a CUF ainda tem total liberdade para, face às novas estimativas de procura, redimensionar o projetado Hospital CUF Faro e, assim, adequar a respetiva dimensão às novas estimativas de procura.
230. A título de exemplo, compare-se com o caso do projeto em curso de construção de um Hospital CUF **[Confidencial]**. Neste caso, a CUF estimou um total de [...] clientes na maturidade do hospital (ou seja, cerca de menos **[10-20]**% do agora estimado para o hospital de Faro).
231. Por outro lado, no referente à faturação média por cliente na maturidade, a CUF estimou um valor de € [...] no caso **[Confidencial]** e, no caso de Faro, estimou (à mesma data) um valor de € [...]. Ou seja, um diferencial de cerca de **[<10]**%, o que faz presumir que o nível de atividade por cliente não é significativamente distinto naqueles dois hospitais.
232. Em termos de investimento projetado, considerou-se, no caso da **[Confidencial]**, que *“um hospital equilibrado e capaz de responder à atividade estimada teria de ter cerca de **[Confidencial]**”* e uma área de implantação clínica de **[Confidencial]** m².

Figura 25 – Documento interno da Notificante em que caracteriza a dimensão do Hospital CUF [Confidencial]

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

233. Já no caso do Hospital CUF Faro, previa-se, face à atividade estimada **[Confidencial]** para a maturidade do projeto, um investimento de [...] milhões de euros, num hospital com **[Confidencial]** operatórios e uma área clínica de implantação de cerca de **[Confidencial]** m².

Versão Pública

234. A Notificante assume, como pressuposto implícito na nova avaliação do projetado Hospital CUF Faro, que, não obstante se estimar uma procura **[Confidencial]** (i.e., uma redução de cerca de **[10-20]**% no número de clientes), não haverá lugar a um redimensionamento do hospital que o torne compatível com a nova estimativa de procura.
235. Ora, conforme referido *supra*, a dimensão do projeto tem impacto potencial, não só no nível de investimento exigido, mas também no risco (de sobredimensionamento) associado ao projeto e, conseqüentemente, no prémio de risco a considerar.
236. Assim, atendendo a que a **[Confidencial]**, a Notificante encontra-se capacitada para redimensionar o projeto em função, designadamente, da revisão em baixa da procura dirigida ao mesmo (i.e., em termos do número total de clientes estimados). E, desta forma, poder rever em baixa o investimento.¹³⁴
237. Passamos, de seguida, à análise económica-financeira do projeto do Hospital CUF Faro, considerando os ajustamentos devidos sobre os pressupostos assumidos pela Notificante, nos termos anteriormente referidos.
238. No que se refere ao nível de investimento, considera-se, num primeiro momento, o montante de **[...]** milhões de euros, i.e., sem considerar possíveis revisões em baixa no nível de investimento exigido que resultam do eventual redimensionamento do projeto, nos termos discutidos *supra*.
239. No que se refere ao WACC, considera-se um valor de **[0-10]**%, ainda que se proceda, também, a um exercício de análise de sensibilidade.
240. Posteriormente, será discutida a forma de incorporar, na análise económico-financeira, o impacto do possível redimensionamento do hospital, por forma a torná-lo compatível e ajustado às novas estimativas de procura.
241. Conforme resulta da tabela seguinte, tomando por referência o cenário em que se considera, por um lado, um investimento de **[...]** milhões de euros, tal como resultava das previsões da CUF na avaliação de **[Confidencial]** e, por outro, um WACC de **[0-10]**%, conclui-se que o NPV do projeto seria positivo.

¹³⁴ Esta opção foi validada pela **[Confidencial]**, enquanto proprietária e possuidora do prédio misto onde a futura unidade hospitalar CUF em Faro iria ser construída e promitente vendedora do lote em questão à CUF: "No atual loteamento, cada lote dispõe de um **[Confidencial]** de implantação. No caso do lote destinado à unidade hospitalar, prevê-se um edifício de **[Confidencial]** pisos, com capacidade máxima de **[Confidencial]**. Os operadores terão flexibilidade para apresentar projetos de menor área, desde que respeitem os limites fixados." (Ata-reunião com **[Confidencial]** de 26.11 (E-AdC/2025/6562, de 10.12).

Tabela 10 – NPV do projetado Hospital CUF Faro & Análise de Sensibilidade

	Invest. = € [...] milhões	+ 10% Invest.	+ 20% Invest.
WACC = [5-10]%	+ [...]	- [...]	- [...]
+ 15 <i>basis points</i> = [5-10]%	- [...]	- [...]	- [...]
+ 30 <i>basis points</i> = [5-10]%	- [...]	- [...]	- [...]

Fonte: Notificante. Cálculos AdC.

242. De facto, neste cenário, o projeto resultaria num *Net Present Value* (NPV) de [**<5 milhões de**] euros, ainda que, em resultado de um eventual aumento do prémio de risco do projeto em [...] *basis points*, com reflexo no WACC, tornaria o NPV do projeto negativo. De igual forma, uma eventual revisão em alta de 10% no nível de investimento tornaria o NPV do projeto negativo.
243. Atendendo a que a Notificante estima uma redução da procura de cerca de [**10-20**]%, face à anterior previsão de [**Confidencial**] (cf. Tabela 9), considera-se, agora, o eventual redimensionamento do projeto, por forma a torná-lo compatível e ajustado às novas estimativas de procura.
244. Para esse efeito, toma-se como referência o Hospital CUF [**Confidencial**], para o qual a Notificante concluiu que “*um hospital equilibrado e capaz de responder à atividade estimada [Confidencial], o que se deve refletir num capex total de [...] M€*” e uma área de implantação clínica de [**Confidencial**] m² (cf. §231).
245. Ora, consideramos que o exemplo do Hospital CUF [**Confidencial**] poderá ser uma boa referência, para os presentes efeitos de avaliação do eventual redimensionamento do Hospital CUF Faro, uma vez que, em [**Confidencial**], a Notificante estimava para aquele projeto um total de [...] clientes, ou seja, apenas cerca de menos [**10-20**]% do agora estimado para o hospital de Faro.
246. Assim, tomando por referência o Hospital CUF [**Confidencial**], a AdC considera, para efeitos de avaliação do hospital de Faro, um investimento total de [...] milhões de euros – i.e., no projeto redimensionado por forma a torná-lo compatível e ajustado às novas estimativas de procura –, ainda assim um valor superior aos [...] milhões de euros de investimento previsto no hospital [**Confidencial**] (cf. Figura 25).
247. Neste cenário, o projeto resultaria num NPV positivo de cerca de [**0-10**] milhões de euros. E, numa análise de sensibilidade, o projeto manteria o seu NPV positivo perante um aumento do prémio de risco em [...] *basis points*; idêntico resultado de robustez se verifica perante um eventual desvio em alta (em 10% ou mesmo 20%) no montante de investimento exigido, cenários em que o projeto manteria o seu NPV em valores positivos.

Tabela 11 – NPV do projetado Hospital CUF Faro & Análise de Sensibilidade

	Invest. = € [...] milhões	+ 10% Invest.	+ 20% Invest.
WACC = [5-10]%	+ [...]	+ [...]	+ [...]
+ 15 <i>basis points</i> = [5-10]%	+ [...]	+ [...]	+ [...]
+ 30 <i>basis points</i> = [5-10]%	+ [...]	+ [...]	- [...]

Fonte: Notificante. Cálculos AdC.

248. Ainda que se admita incerteza sobre os valores finais de investimento exigido, nota-se que a probabilidade de o desvio em alta ser superior a 20% é, nos termos explanados a seguir, significativamente reduzida. E, conforme resulta da tabela anterior, desvios de 20% no investimento resultam, ainda assim, num NPV positivo para o projeto de investimento no Hospital CUF Faro.
249. De facto, assumindo uma distribuição de probabilidades normal, centrada no investimento previsto de [...] milhões de euros e com um desvio padrão de [...] milhões, i.e., equivalente a 10% do investimento previsto, conclui-se que a probabilidade de ocorrer um desvio no investimento superior a 20% é de, apenas, cerca de [**<5**]%.
250. E note-se que o pressuposto assumido, de considerar um desvio padrão de +/-10% (i.e., de [...] milhões) é um pressuposto cauteloso. De facto, conforme resulta da Figura 25, os vários projetos aí identificado tiveram um custo de construção (€ / m²) que se situou num intervalo de +/- [**0-10**]% do valor médio dos vários projetos.
251. Mas, por uma questão de maior cautela, a AdC considera um cenário ainda mais exigente, em que se considera um investimento total de [...] milhões de euros – i.e., no projeto redimensionado por forma a torná-lo compatível e ajustado às novas estimativas de procura –, ou seja, um valor superior em cerca de [**20-30**]% aos [...] milhões de euros de investimento previsto no hospital [**Confidencial**] (cf. Figura 25).

Tabela 12 – NPV do projetado Hospital CUF Faro & Análise de Sensibilidade

	Invest. = € [...] milhões	+ 10% Invest.	+ 20% Invest.
WACC = [5-10]%	+ [...]	+ [...]	- [...]
+ 15 <i>basis points</i> = [5-10]%	+ [...]	- [...]	- [...]
+ 30 <i>basis points</i> = [5-10]%	+ [...]	- [...]	- [...]

Fonte: Notificante. Cálculos AdC.

252. Neste cenário, o projeto resultaria num NPV positivo de cerca de [...] milhões de euros. E, numa análise de sensibilidade, o projeto manteria o seu NPV positivo perante um aumento

- do prémio de risco em 30 *basis points* ou, ainda, perante um desvio de 10% no investimento exigido.
253. Resulta, da tabela anterior, que um desvio de 20% no investimento exigido (ou de 10%, para prémios de risco mais elevados) tornaria o NPV do projeto negativo. Mas, refira-se que a probabilidade de ocorrer um desvio no investimento superior a 20% é cerca de [**<5**]% – i.e., considerando, à semelhança do exercício apresentado no §248, uma distribuição normal, centrada no investimento previsto de [...] milhões de euros e um desvio padrão equivalente a 10% do investimento previsto. Já no caso de considerarmos um desvio superior a 10%, a probabilidade de tal acontecer é igual a cerca de [**10-20**]%, ainda assim uma probabilidade bastante reduzida.
254. Por fim, importa ainda sublinhar que a análise até aqui exposta assenta num cenário conservador, no qual se assume que a entrada da CUF no Algarve, através da construção de um novo hospital em Faro, não gera benefícios adicionais para o restante grupo, quer em termos estratégicos, quer em termos financeiros. Com efeito, esta análise abstrai do valor estratégico que poderia advir para a CUF de se tornar num operador com presença efetivamente nacional – objetivo que a entrada no Algarve contribuiria para concretizar – bem como das eventuais sinergias operacionais e comerciais que poderiam ser captadas na sua rede hospitalar. Nesta medida, a avaliação apresentada não contempla outros fatores que, não obstante desconsiderados para efeitos do exercício financeiro, reforçam a probabilidade de entrada orgânica da CUF no mercado do Algarve.
255. Face a todo o exposto, conclui-se que, na ausência da operação de concentração, a entrada potencial da CUF no Algarve é um cenário provável (i.e., mais provável do que não provável), nomeadamente, atendendo à possibilidade de redimensionamento do hospital, por forma a torná-lo compatível e ajustado às novas estimativas de procura.
256. Consequentemente, o contrafactual por referência ao qual deve ser analisada a presente operação de concentração deverá, necessariamente, incorporar a presença da CUF na região do Algarve com, pelo menos, uma unidade hospitalar.
257. Assim, a operação de concentração, tal como notificada e na ausência dos compromissos propostos pela Notificante, é suscetível, por um lado, de resultar num aumento de concentração na região do Algarve, e, por outro, terá um impacto, a nível nacional, na relação negocial da CUF com as seguradoras, conforme análise detalhada na secção seguinte.

6.3.2. Reforço do poder negocial das Partes face às entidades financiadoras

258. A título de enquadramento analítico, importa salientar que, no canal *direto*, a avaliação do impacto marginal da operação de concentração em apreço se circunscreve à análise do mercado relevante anteriormente identificado, i.e., à prestação de cuidados de saúde hospitalares privados, de dimensão geográfica local ou regional.

259. Já no canal *intermediado*, a apreciação dos potenciais efeitos da operação requer a consideração de dois níveis distintos: (i) a montante, relativo à prestação de cuidados de saúde hospitalares privados; e (ii) a jusante, respeitante à comercialização de seguros de saúde pelas seguradoras ou à disponibilização de redes convencionadas pelos subsistemas de saúde. Neste sentido, a presente secção procede à caracterização da relação económico-comercial estabelecida entre os grupos hospitalares e as entidades financiadoras.
260. Especificamente sobre a comercialização de seguros de saúde, de acordo com os elementos recolhidos, no modelo de acesso intermediado, os grupos hospitalares e as seguradoras estabelecem acordos que definem os preços convencionados aplicáveis aos serviços prestados. Após a celebração desses acordos, cabe às seguradoras determinar o valor dos prémios e dos co-pagamentos a aplicar aos respetivos segurados. Em concreto, o preço convencionado, negociado entre as seguradoras e os grupos hospitalares, corresponde ao valor integral do ato clínico, cabendo posteriormente às seguradoras definir a forma de repartição desse valor entre a própria seguradora e o paciente final, através da determinação dos prémios e co-pagamentos aplicáveis.
261. Assim, conforme referido *supra*, a relação entre os prestadores hospitalares privados e as entidades financiadoras – i.e., seguradoras e subsistemas complementares de saúde – desenvolve-se em dois momentos distintos: (i) numa fase inicial de negociação contratual, na qual são acordadas as condições comerciais de acesso às redes convencionadas de prestadores; e (ii) numa fase subsequente de utilização, na qual os beneficiários finais selecionam, livremente, a unidade hospitalar à qual pretendem recorrer, sendo a prestação de cuidados de saúde remunerada, nos termos previamente contratados, tanto pelos utentes como pelas respetivas entidades financiadoras.
262. Acresce que, dos elementos recolhidos pela AdC, resulta claro que as seguradoras e os grupos hospitalares percecionam a existência de uma relação de interdependência económica, decorrente da necessidade mútua de assegurar, respetivamente, o acesso dos segurados a uma rede de prestadores e a captação de procura pelos hospitais privados através das seguradoras. A título ilustrativo,
- i. a AdvanceCare referiu que *“a relação entre seguradoras e prestadores é simbiótica”* e que *“a CUF, como outros hospitais privados, tem uma dependência das seguradoras na sua faturação, tal como as seguradoras dependem destes grandes operadores nas suas redes para serem atrativas e conseguirem vender os seus seguros. Uns dependem dos outros e vice-versa”*.¹³⁵
 - ii. a Multicare salientou, de forma convergente, que *“os seguros de saúde têm vindo a crescer com o florescimento da prestação de cuidados de saúde privada, e os prestadores de cuidados de saúde têm vindo a crescer com (...) a penetração e abrangência dos seguros*

¹³⁵ Ata-reunião com Advancecare de 24.10 (E-AdC/2025/6040, de 10.11).

de saúde, existindo, assim, uma interdependência que acaba por equilibrar o poder negocial de cada parte".¹³⁶

- iii. enquanto a Allianz assinalou, em resposta a um PE, que *"a presença de grupos de saúde, nomeadamente, CUF e HPA, na nossa rede de prestadores é fundamental"* e acrescentou que *"é muito difícil que qualquer rede de prestadores de uma seguradora consiga operar ou comercializar os seus seguros sem a presença destes grupos"*.¹³⁷
263. Resulta ainda evidente que a relação económico-comercial entre os grupos hospitalares e as seguradoras assenta, em termos gerais, numa lógica de negociação (i) bilateral, (ii) com periodicidade anual, (iii) centralizada ao nível do grupo empresarial e (iv) com uma abrangência geográfica nacional – como no caso da CUF – ou, pelo menos, suprarregional – como no caso de operadores regionais, tais como, a Adquirida.
264. Dos elementos recolhidos pela AdC, também resulta que as seguradoras procuram construir e dar acesso aos seus segurados a uma rede o mais completa e abrangente possível, em termos de qualidade e diversidade de serviços, mas também em termos de cobertura geográfica.
265. Com efeito, embora as seguradoras reconheçam que, para a maioria dos segurados, o fator mais relevante seja a existência de cobertura na sua zona habitual de residência ou atividade, estas referem que, no momento da subscrição do seguro de saúde, tanto os clientes empresariais como os individuais tendem a valorizar uma cobertura geográfica ampla.
266. A título ilustrativo,
- i. a Médis *"(...) atribui importância à disponibilização de uma oferta transversal e de qualidade em todas as zonas do país, uma vez que considera que é um aspeto que os seus Clientes valorizam, tendo em conta as deslocações no território nacional por motivos profissionais e de lazer, bem como a proteção do agregado familiar"*;¹³⁸
- ii. a Multicare *"(...) [d]e contatos com clientes individuais sabemos que alguns valorizam ter uma boa cobertura também em regiões onde se desloquem com periodicidade (ex. zonas balneares)"*, ao passo que, *"[d]e contatos com clientes empresas sabemos que estes valorizam muito a cobertura nacional, e não apenas a cobertura nas regiões onde estão implantados, porque podem, por exemplo, estender as suas operações para outros locais"*;¹³⁹
- iii. a Allianz *"É fundamental uma boa cobertura geográfica da nossa rede de prestadores de forma a responder às necessidades dos nossos segurados"* e acrescenta, em reunião com

¹³⁶ E-AdC/2025/4374 (7.08), Q.4b.

¹³⁷ E-AdC/2025/4563 (21.08), Q. B.1.

¹³⁸ E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.7.

¹³⁹ E-AdC/2025/4374 (7.08), Q.A.7.

Versão Pública

a AdC, que para os clientes individuais “o fator mais valorizado é **[Confidencial]**, embora o acesso a unidades no Algarve possa ter alguma relevância sazonal (nomeadamente durante o verão)”.¹⁴⁰

267. Nestes termos, a contratação de prestadores por parte das seguradoras e subsistemas obedece, em regra, a uma lógica de maximização da cobertura territorial da rede convencionada, sendo conferida particular relevância aos operadores com presença geográfica alargada, na medida em que estes permitem garantir o acesso dos beneficiários a uma rede ampla de unidades hospitalares, dispersas por diversas regiões do território nacional.
268. Nestes casos – i.e., no que respeita a operadores com implantação nacional ou suprarregional significativa, designadamente a CUF, a Luz Saúde, os Lusíadas, a Trofa e o Grupo HPA –, o processo negocial com as entidades financiadoras, conforme anteriormente exposto, tende a revestir-se de uma natureza centralizada (CUF) ou pelo menos regional (HPA)¹⁴¹, materializando-se, frequentemente, na celebração de acordos que abrangem um conjunto alargado ou a totalidade de unidades hospitalares pertencentes ao mesmo grupo.
269. Neste contexto, tendo em conta não só a relação de interdependência económica e de negociações bilaterais entre os prestadores de cuidados de saúde privados e as seguradoras, mas também as preferências dos consumidores finais – i.e., dos utentes com seguro de saúde –, tanto as seguradoras como os grupos hospitalares identificaram como principais fatores determinantes do poder negocial destes últimos os seguintes:
- i.* Dimensão e implantação geográfica – a extensão da rede de unidades, o alcance territorial (*footprint*) e a posição relativa que cada prestador detém em cada região constituem determinantes centrais do seu poder negocial; um indicador aproximado deste poder é a conjugação entre a quota de mercado nacional e a presença substancial em determinadas áreas geográficas. Adicionalmente, quanto maior o peso de um operador na carteira de uma seguradora, maior a sua indispensabilidade;
 - ii.* Volume de atividade e especialização clínica – unidades com maior volume de atividade e/ou dotadas de especialização diferenciada, e, portanto, menos substituíveis, tendem a dispor de um poder negocial acrescido;
 - iii.* Condições de mercado local – em regiões caracterizadas por uma oferta privada mais limitada, os prestadores locais tendem a beneficiar de um poder negocial reforçado nas negociações com as seguradoras.
270. As conclusões acima expostas são corroboradas pelos elementos recolhidos junto dos principais grupos hospitalares e seguradoras. A tabela *infra* sintetiza essas declarações,

¹⁴⁰ E-AdC/2025/4563 (21.08), Q.A.7 & Ata-reunião com Allianz de 22.10 (E-AdC/2025/6140 (14.11)).

¹⁴¹ E-AdC/2025/2890-2892 (20.05), resposta Q.4.a. Como referido atrás, no caso de ser regional, têm-se em conta as especificidades operacionais, clínicas, demográficas e económicas de cada território, bem como a tipologia da unidade de saúde.

apresentando as perspetivas de cada parte quanto aos principais determinantes do poder negocial no setor.

Tabela 13 – Determinantes do poder negocial

Grupos hospitalares ¹⁴²	Seguradoras ¹⁴³
<p>Lusíadas: "Os principais fatores que influenciam o poder negocial dos prestadores hospitalares perante as seguradoras privadas incluem: Dimensão e convergência geográfica da rede de unidades (prestadores com uma rede de unidades significativa, especialmente com presença relevante em determinadas regiões, conseguem condicionar a oferta local e negociar em posição de maior força, mesmo que não possuam uma presença nacional); Volume de atividade e especialização clínica (...); e Condições de mercado local (em regiões com menor densidade de oferta privada, os prestadores locais tendem a ter maior poder negocial)."</p> <p>Trofa: "(...) a quota de mercado no setor da saúde constitui [Confidencial]. Em específico, no setor da saúde, e relativamente às seguradoras, [Confidencial]."</p> <p>Luz Saúde: "A Luz Saúde considera que atributos como a abrangência da oferta, a qualidade das infraestruturas, os equipamentos, os sistemas de</p>	<p>Allianz: "Hoje em dia, existe um desequilíbrio negocial entre seguradoras e hospitais privados, a favor destes últimos. A concentração dos grupos hospitalares aumenta significativamente o poder negocial destes com as seguradoras." e "o fator que têm vindo a contribuir para reforçar o poder negocial dos prestadores hospitalares é a concentração e a proliferação de unidades de saúde."</p> <p>Médis: "(...) os fatores que mais contribuem para reforçar o poder negocial dos prestadores hospitalares face às entidades financiadoras são: Notoriedade da marca (...); Capilaridade e presença geográfica (...); [Confidencial] (...); Capacidade tecnológica, de investimento e de atração de profissionais reconhecidos (...)." e "[a] dimensão do footprint de um grupo hospitalar reforça significativamente o seu poder negocial face às seguradoras. Uma rede alargada de unidades permite oferecer cobertura geográfica abrangente, tornando o grupo</p>

¹⁴² Grupos hospitalares: Lusíadas: E-AdC/2025/4599 (25.08), Q.A.2.iii.; Trofa: E-AdC/2025/4966 (16.09), Q.A.2.iv.; Luz Saúde: E-AdC/2025/4620 (26.08), Q.A.2.; CUF: E-AdC_2025_2890+2892 (20.05), Q.4.a (ainda em Fase I).

¹⁴³ Seguradoras: Allianz: E-AdC/2025/4563 (21.08), Q.A.4; Médis: E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.4; Multicare: E-AdC/2025/4374 (7.08), Q.A.4; AdvanceCare: E-AdC/2025/4575 (22.08), Q.A.4.

<p><i>informação e as soluções digitais, a reputação e a diferenciação do corpo clínico, a diversidade da oferta clínica e a segurança dos cuidados prestados constituem fatores valorizados pelas seguradoras.”</i></p> <p>CUF: .[Confidencial]”</p>	<p><i>praticamente indispensável nas redes convencionadas.”</i></p> <p>Multicare: <i>“A dimensão de um prestador no mercado, assim como a dimensão dos seguradores do mercado são fatores que tendencialmente influenciam o poder negocial. Mas o poder negocial não se reduz a uma questão de tamanho sendo sempre modelado pelas condições de oferta e procura.”</i></p> <p>AdvanceCare: “ [Confidencial].”</p>
--	---

Nota: Realces adicionados.

271. Tendo por base este enquadramento – isto é, considerando os diversos fatores anteriormente identificados como determinantes do poder negocial dos grupos hospitalares face às seguradoras –, e com base nos elementos recolhidos, verifica-se a existência de diferenciação de preços entre os vários grupos hospitalares, a qual se revela consistente com variações no respetivo poder negocial.
272. De facto, de entre os cinco principais grupos hospitalares e para níveis de serviço sensivelmente equivalentes a Médis, considera que os mesmos se ordenam – do mais caro para os mais barato –, do seguinte modo: **[Confidencial]**.¹⁴⁴
273. No mesmo sentido, a Multicare referiu que “[**Confidencial**]”.¹⁴⁵
274. A Multicare forneceu ainda à AdC informação detalhada, para cada um dos atos clínicos que, em conjunto, representam cerca de 50% da sua despesa total com atos médicos, o preço praticado por cada grupo hospitalar, conforme se apresenta na tabela seguinte.

Tabela 14 – Preçário da Multicare por ato clínico por grupo hospitalar, em 2024¹⁴⁶

[Confidencial – Informação interna da Multicare]

Fonte: Multicare

¹⁴⁴ E-AdC/2025/6503 (4.12), resposta Q.5.

¹⁴⁵ E-AdC/2025/6424 (2.12), resposta Q.7.

¹⁴⁶ E-AdC/2025/6424 (2.12), resposta Q.8 e 9 (Anexo).

275. Conforme resulta da leitura da tabela anterior, para atos médicos equivalentes verifica-se uma diferenciação entre os preços praticados pelos diversos grupos hospitalares.
276. Em particular, a Notificante surge entre os operadores **[CONFIDENCIAL]**.
277. De forma a ilustrar este resultado, e tendo em conta os preços e os pesos relativos de cada ato médico constantes da tabela anterior, a tabela *infra* pretende ilustrar o custo médio de um cabaz representativo dos atos clínicos de um cliente da Multicare, tendo por referência cada um dos grupos hospitalares.

Tabela 15 – Preço médio de um cabaz representativo da Multicare, em 2024, por grupo hospitalar

Operador	Peso do operador na despesa total da Multicare	Preço médio de um cabaz representativo		
		Considerando todos os atos médicos	Considerando apenas os atos médicos comuns a todos os operadores	Considerando apenas os atos médicos que o HPA disponibiliza
CUF	[...]%	[...]€	[...]€	[...]€
LUZ	[...]%	[...]€	[...]€	[...]€
Lusíadas	[...]%	[...]€	[...]€	[...]€
Trofa	[...]%	[...]€	[...]€	[...]€
HPA	[...]%	[...]€	[...]€	[...]€

Fonte: Multicare. Cálculos AdC.

Nota técnica: A tabela apresentada corresponde ao cálculo do preço médio de um cabaz representativo de atos clínicos, construído com base nos preços praticados por cada grupo hospitalar e nos pesos relativos atribuídos pela Multicare a cada ato clínico na sua despesa total. O valor do cabaz para cada operador resulta do somatório do produto entre o peso de cada ato clínico e o respetivo preço, conforme a seguinte fórmula:

$$C = \sum_i (p_i \times a_i),$$

onde p_i representa o peso do ato clínico i na despesa da Multicare e a_i o preço correspondente praticado por cada operador.

278. Conforme resulta do exercício realizado, os operadores com maior dimensão e com um *footprint* geográfico mais alargado tendem a praticar preços superiores para serviços equivalentes. Este resultado encontra-se em linha com os elementos recolhidos durante a investigação de mercado junto dos diversos operadores – tanto grupos hospitalares como

- seguradoras –, os quais identificam, tal como mencionado anteriormente, a dimensão e a implantação geográfica dos prestadores como um dos principais determinantes do respetivo poder negocial face às seguradoras.
279. A título ilustrativo, constata-se que a Adquirente CUF – um operador com implantação nacional – pratica, com base nos cabazes de atos clínicos considerados, preços mais de **[Confidencial]**% superiores aos praticados pela Adquirida HPA – um operador de âmbito regional.
280. Por outro lado, no que respeita à repartição do poder negocial entre as contrapartes negociais – grupos hospitalares e seguradoras –, verifica-se que a perceção entre cada um destes grupos é divergente. Com efeito, enquanto os grupos hospitalares defendem que o poder negocial se encontra predominantemente do lado das seguradoras, estas, por sua vez, consideram que os grupos hospitalares detêm um poder negocial significativo, o qual se tem vindo a reforçar nos últimos anos.
281. Neste sentido, o Grupo Lusíadas Saúde refere que, no relacionamento com as seguradoras privadas, *“o processo negocial (...) tende a ser mais favorável à entidade financiadora, refletindo a crescente concentração do mercado dos seguros de saúde. A concentração de clientes em determinadas seguradoras promove a sua capacidade de condicionar os fluxos de doentes e de impor condições contratuais, nomeadamente, ao nível de preços, prazos de pagamento e exigências operacionais.”*¹⁴⁷
282. Também a Trofa Saúde afirma que *“continua, assim, ainda **[Confidencial]**”*.¹⁴⁸
283. No mesmo sentido, a Notificante defende que o poder negocial relevante permanece, em larga medida, do lado das principais seguradoras e subsistemas, sublinhando que os aumentos de preços que tem vindo a negociar são explicados, exclusivamente, pelo acréscimo dos seus custos unitários e não por um reforço do seu poder de mercado. Nas suas respostas, a CUF reforça não ter capacidade para determinar, por si só, os prémios cobrados aos segurados, encontrando-se fortemente dependente da manutenção dos acordos com as maiores seguradoras.¹⁴⁹
284. As principais seguradoras, por outro lado e em sentido oposto, consideram que, atualmente, o poder negocial acrescido pende para o lado dos grandes grupos hospitalares privados.
285. Com efeito, a Médis indica que, paralelamente ao crescimento dos principais grupos, tem sentido *“**[Confidencial]**, concluindo que tais aumentos **[Confidencial]**”*¹⁵⁰.

¹⁴⁷ E-AdC/2025/4599 (25.08), Q.A.2.i.

¹⁴⁸ E-AdC/2025/4966 (16.09), Q.A.2.ii.

¹⁴⁹ E-AdC/2025/4404+4403 (11.08), Q.5.

¹⁵⁰ E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.4.b.

286. Ainda segundo a Médis, a evolução recente do setor tem sido marcada pela diversificação das fontes de financiamento dos grandes grupos hospitalares, designadamente através do desenvolvimento de planos de saúde próprios, o que reduziu o peso relativo dos seguros de saúde na sua faturação e reforçou o respetivo poder negocial face às seguradoras. Como refere a Médis, *"com o surgimento dos planos de saúde, alguns dos quais desenvolvidos pelos próprios Grupos Hospitalares, as companhias de seguros perderam peso nos volumes de faturação dos Grupos Hospitalares, reduzindo ainda mais o seu poder negocial"*.¹⁵¹
287. No mesmo sentido, a Allianz afirma que *"hoje em dia existe um desequilíbrio negocial entre seguradoras e hospitais privados, a favor destes últimos"*, sublinhando que *"a concentração dos grupos hospitalares aumenta significativamente o poder negocial destes com as seguradoras"*.¹⁵²
288. No que respeita à ADSE, a sua relação com os grupos hospitalares apresenta características distintas da relação estabelecida entre os prestadores e as seguradoras. Em resposta ao pedido de elementos da AdC, a ADSE¹⁵³ esclareceu que *"[a] relação contratual entre os prestadores e a ADSE realiza-se através da **adesão por parte dos prestadores à convenção da ADSE** – que estipula regra se preços idênticos para o mesmo ato presente nas tabelas. **A definição e revisão das tabelas é realizada exclusivamente pela ADSE**, sendo a decisão dos prestadores assinarem ou manterem a adesão às convenções. Assim, não existe uma influência direta, dado que **não se trata de negociação com cada prestador** ou com um subconjunto destes, mas sim uma adesão."* (realces nossos).
289. Não obstante a inexistência de um mecanismo formal de auscultação dos prestadores, a ADSE referiu que *"a ADSE estabelece e incentiva o diálogo com os prestadores, no sentido de recolher informação relativa à evolução das condições de mercado dos atos presentes na tabela"*.¹⁵⁴ Adicionalmente, a ADSE salientou que *"os prestadores, com especial destaque para os maiores grupos do setor, **exercem pressão junto da ADSE**, da tutela governamental e da comunicação social no sentido de os preços necessitarem de uma revisão mais frequente e ampla"*.¹⁵⁵ (realces nossos).
290. Em suma, ainda que não de forma consensual, diversos operadores de mercado referiram que determinados grupos privados de prestação de cuidados de saúde, designadamente a CUF e outros operadores de grande dimensão, como o Grupo Luz Saúde, já detêm, à data, um poder negocial significativo, tendo o mesmo sido reforçado progressivamente nos últimos anos. Esta evolução tem sido, segundo os mesmos, acompanhada por um aumento dos preços praticados por estas entidades.

¹⁵¹ E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.4.d.

¹⁵² E-AdC/2025/4563 (21.08), Q.A.4.a.

¹⁵³ E-AdC/2025/4572 (22.08), Q.1.a.

¹⁵⁴ E-AdC/2025/4572 (22.08), Q.1.b.

¹⁵⁵ E-AdC/2025/4572 (22.08), Q.1.a.

291. Acresce que, com a concretização da presente operação, a CUF passaria a ser, de forma destacada, um operador com presença efetiva em todas as regiões do território nacional com densidade demográfica relevante, adquirindo, por via da integração do Grupo HPA, uma cobertura geográfica verdadeiramente nacional.
292. Recorde-se que, de acordo com os documentos internos da Notificante, este é um dos motivos subjacentes à presente operação, sendo igualmente referido que qualquer dos grandes operadores privados que viesse a adquirir o ativo HPA passaria, de igual modo, a deter um “patamar realmente nacional” (cf. Figura 18) – tendo a CUF, aliás, na sua documentação interna, identificado a presente transação como sendo “[**Confidencial**]” (cf. §136 e Figura 19).
293. Com efeito, embora o Grupo HPA detenha uma quota nacional inferior a 10% (cerca de **[5-10]**% entre os cinco principais operadores), a sua atividade encontra-se concentrada em três regiões – Algarve, Alentejo e RAM – onde assume uma posição de operador de referência. Esta concentração geográfica confere-lhe uma relevância negocial acrescida – ou pelo menos superior à que poderia ser inferida da sua quota nacional –¹⁵⁶, na medida em que aumenta a sua indispensabilidade para as seguradoras e subsistemas que procuram assegurar cobertura territorial abrangente. Por outras palavras, a quota nacional do Grupo HPA tende a subestimar a sua importância estratégica para os financiadores institucionais.
294. Desta forma, a integração destas unidades na rede da CUF – operador já considerado como indispensável por várias seguradoras e subsistemas¹⁵⁷ – permitiria à Notificante reforçar a

¹⁵⁶Cf. Ata-reunião com a AdvanceCare, de 24.10 (E-AdC/2025/6040 (10.11)), onde se refere que “o HPA representa [**Confidencial**] com várias unidades com presença histórica”, salientando ainda que “os restantes operadores são pequenas clínicas e não têm todos os serviços”. Ver igualmente a resposta da Médis (E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.B.1.i) que qualifica o HPA como tendo “uma presença muito relevante no Sul de Portugal, com especial destaque para o Algarve, Alentejo e Madeira, (...) essencial para garantir o acesso a cuidados de saúde privados em zonas com menor densidade de oferta”; bem como a ata-reunião com Allianz, de 22.10 (E-AdC/2025/6140 (14.11)), na qual se assinala que “o grupo HPA representa cerca de [**Confidencial**]% da faturação da Allianz” e que, no Algarve, “o HPA assume uma importância estratégica”.

¹⁵⁷ Cf. Ata-reunião com Ageas, de 20.10 (E-AdC/2025/6176 (17.11)), onde a mesma “classificou a CUF como um operador [**Confidencial**] na sua rede”, salientando que a perda da CUF teria efeitos relevantes em termos de churn e [**Confidencial**]. No mesmo sentido, a Allianz (E-AdC/2025/6140 (14.11)) qualifica a CUF como “[**Confidencial**]”, representando “[**Confidencial**]” da sua rede convencionada, e refere que a ausência da CUF teria “[**Confidencial**]”. Veja-se ainda as respostas da Médis (E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.B.2.ii, Q.B.1.iv, Q.B.2, que descreve a CUF como uma marca de referência nacional, frequentemente percecionada como prestador “obrigatório” para garantir a competitividade da oferta, concluindo que a sua eventual saída da rede teria “um impacto muito significativo” na atratividade dos produtos e na capacidade de reter e angariar clientes. Em linha com estas apreciações, a Multicare (E-AdC/2025/4374, (7.08) identifica a CUF como “líder na prestação de cuidados de saúde” (Q.9), com cerca de [**Confidencial**]% dos custos com sinistros da seguradora (Q.B.8i), reconhecendo que a Multicare ficaria “em clara posição de desvantagem comparativa no mercado” (Q.9) se deixasse de a ter em rede; e a AdvanceCare (E-AdC/2025/4575, (22.08)) que assinala que a CUF é o [**Confidencial**] (Q.B.2), responsável por cerca de [**Confidencial**] da despesa processada (Q.B.1), concluindo que “[**Confidencial**]” (Q.B.2).

sua cobertura em regiões onde atualmente não se encontra presente, incorporando ativos que podem ser essenciais para garantir a cobertura nacional das redes convencionadas.

295. A título ilustrativo, apresenta-se de seguida a estrutura da oferta – considerando os cinco maiores operadores a nível nacional – nas cinco regiões NUTS III do país com maior número absoluto de pessoas com cobertura adicional de saúde, seja através de seguros de saúde, seja através da integração em subsistemas complementares de saúde.¹⁵⁸

Tabela 16 – Peso relativo dos 5 principais operadores, nas 5 maiores NUTS III em termos de número de titulares de cobertura complementar de saúde

	Área Metropolitana de Lisboa	Área Metropolitana do Porto	Algarve	Região de Coimbra	Oeste
CUF	[40-50]%	[20-30]%	[0-5]%	[20-30]%	[90-100]%
HPA	0-5)%	[0-5]%	[60-70]%	[0-5]%	[0-5]%
Luz	[30-40]%	[20-30]%	[10-20]%	[70-80]%	[0-5]%
Lusíadas	[10-20]%	[20-30]%	[10-20]%	[0-5]%	[0-5]%
Trofa	[0-5]%	[20-30]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%
População Total	3 005 119	1 818 217	492 747	452 559	395 474
Pop. c/ cobertura de saúde	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]

Fonte: Cálculos AdC. Dados Operadores.

296. Conforme resulta da tabela *supra*, a Adquirente é, no cenário prévio à operação de concentração, o operador líder em 3 das 5 regiões NUTS III com maior número de pessoas com cobertura adicional de saúde. Por seu turno, o Grupo HPA assume uma posição de líder destacado na região do Algarve, a terceira região do país com maior número absoluto de beneficiários. Neste contexto, após a operação, a Notificante passará a deter a posição de líder de mercado em 4 das 5 maiores regiões do país em termos de titulares de cobertura adicional de saúde.
297. Acresce que, replicando a mesma análise para as 10 regiões NUTS III do país com maior taxa de cobertura adicional de saúde,¹⁵⁹ conforme se demonstra na tabela *infra*, verifica-se que a CUF é atualmente líder em 4 dessas regiões, enquanto o Grupo HPA lidera outras 4 e o Grupo Luz as 2 restantes. Assim, com a implementação da operação de concentração, a CUF

¹⁵⁸ Note-se que estas cinco regiões representam, em conjunto, cerca de [60-70]% do total de pessoas com cobertura adicional de saúde em Portugal.

¹⁵⁹ A taxa de cobertura corresponde ao rácio entre o número de pessoas com cobertura adicional de saúde e o número total de habitantes de cada região.

passará a deter a posição de líder de mercado em 8 das 10 regiões com maior taxa de cobertura adicional de saúde no país.

Tabela 17 – Peso relativo dos 5 principais operadores, nas 10 NUTS III com maior taxa de cobertura em Portugal

Região	CUF	HPA	Luz	Lusíadas	Trofa	Taxa de Cobertura
Área Metropolitana de Lisboa	[40-50]%	[0-5]%	[30-40]%	[10-20]%	[0-5]%	[...]%
Alentejo Central	[0-5]%	[0-5]%	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Alentejo Litoral	[0-5]%	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Algarve	[0-5]%	[60-70]%	[10-20]%	[10-20]%	[0-5]%	[...]%
Lezíria do Tejo	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Oeste	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Baixo Alentejo	[0-5]%	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Região Autónoma da Madeira	[0-5]%	[80-90]%	[10-20]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Região Autónoma dos Açores	[90-100]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%
Região de Coimbra	[20-30]%	[0-5]%	[70-80]%	[0-5]%	[0-5]%	[...]%

Fonte: Cálculos AdC. Dados Operadores.

298. Os dados acima evidenciam que a integração do Grupo HPA no portefólio da CUF reforçará de forma significativa a atratividade da sua rede hospitalar, ampliando de modo substancial a capacidade da Notificante para assegurar cobertura a uma proporção ainda mais relevante da população. Em particular, a operação permitirá à CUF consolidar a sua posição de liderança em várias das regiões mais relevantes do país em termos de titulares de cobertura adicional de saúde, aumentando assim o valor estratégico da sua rede para as entidades financiadoras.
299. Neste contexto, considerando que a operação de concentração tem por objeto a aquisição, pelo principal operador nacional no setor da prestação de cuidados de saúde hospitalares privados, do quinto maior operador a nível nacional – ambos com implantação geográfica suprarregional – e tendo em conta que as seguradoras e subsistemas complementares de saúde tendem, em regra, a estruturar as suas redes convencionadas com vista a assegurar

uma cobertura territorial o mais ampla e densa possível, a AdC identificou, como possível teoria de dano, a possibilidade de a operação resultar no reforço significativo do poder negocial das Partes face às entidades financiadoras.

300. Com efeito, a maioria das entidades financiadoras questionadas manifestaram, expressamente, preocupação com esta possibilidade,¹⁶⁰ referindo que a operação poderá deteriorar a sua posição negocial e implicar um aumento do custo global da prestação de cuidados de saúde através das redes contratadas.
301. A título de exemplo, veja-se o que refere a Medis e a Allianz¹⁶¹:
- (a) Medis: “[**Confidencial**]”;
 - (b) Allianz: “*Quanto ao impacto da operação, considera a Allianz que a relação negocial com o HPA se irá deteriorar*”.
302. Tal reforço do poder negocial da CUF resultaria, designadamente, na possibilidade da Notificante alargar substancialmente a sua cobertura geográfica para regiões onde não se encontrava anteriormente presente, por via da integração de um operador regional particularmente relevante, bem como do potencial valor acrescido desta cobertura alargada da CUF para as redes convencionadas das seguradoras e subsistemas complementares de saúde.
303. A referida alteração no equilíbrio negocial seria suscetível de se traduzir num agravamento das condições comerciais aplicáveis às entidades financiadoras – v.g., aumentos de preços, redução da flexibilidade contratual ou imposição de condições menos favoráveis –, com potenciais repercussões ao longo da cadeia de valor da prestação de cuidados de saúde hospitalares privados, designadamente ao nível dos encargos suportados pelos beneficiários finais, em função do grau de *pass-through* observado entre financiadores e clientes.
304. A literatura económica¹⁶² e a experiência internacional permitem enquadrar esta tese de dano.
305. A literatura económica tende a modelizar as negociações bilaterais com base na noção de preços de reserva – i.e., os valores que cada uma das partes espera obter ou despende na

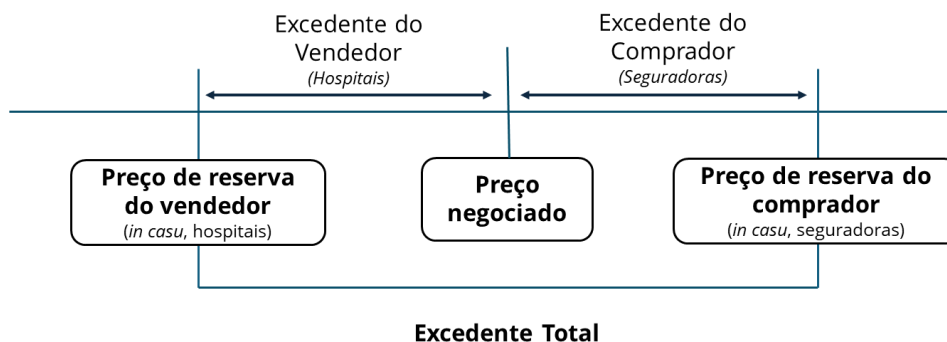
¹⁶⁰ Em sentido divergente, a Multicare referiu “*não antever um impacto muito significativo no mercado da prestação de cuidados de saúde que venha a resultar num reforço do poder de mercado da CUF [como resultado da implementação da operação]*” (Ata-reunião com Multicare de 16.05 (E-AdC/2025/2952 (23.05))).

¹⁶¹ Respetivamente, Ata-reunião com Medis, de 16.05 (E-AdC/2025/3125 (2.06)) e Ata-reunião com Allianz, de 16.05 (E-AdC/2025/2950 (23.05)).

¹⁶² Vide a literatura sobre modelos de Nash-Bargaining refletida, entre outros, em John F. Nash (1950), “*The Bargaining Problem*”, *Econometrica*, 18(23), pg. 155-162; H. Horn & A. Wolinsky (1988), “*Bilateral Monopolies and Incentives for Mergers*”, *RAND J. ECON.* 408; G. Gowrisankaran et. Al, (2015), “*Mergers when Prices are negotiated: Evidence from the Hospital Mergers*”, *Am. Econ. Rev.*; Kate Ho & Robin S. Lee (2017), “*Insurer Competition in Health Care Markets*”, *Econometrica*.

ausência de um acordo negociado, correspondentes ao valor ou custo da respetiva *outside option*. A diferença entre os preços de reserva das partes determina o excedente gerado pela celebração de um acordo, o qual será, em função do preço negociado, objeto de repartição entre as mesmas. A figura *infra* apresenta, de forma esquemática, esta lógica de negociação no caso em apreço.

Figura 26 – Esquemática do processo negocial



Fonte: AdC.

306. Pela sua relevância para o que se segue, nota-se que o preço de reserva da seguradora seria de montante equivalente à perda de valor no respetivo negócio de seguros de saúde, em resultado da não inclusão das unidades hospitalares privadas em causa na sua rede convencionada. Ou, dito de outra forma, o preço máximo (i.e., de reserva) que esta seguradora se disponibilizaria a pagar, para incluir as unidades hospitalares em causa na sua rede convencionada, seria equivalente ao acréscimo de valor no respetivo negócio de seguros de saúde que resultaria do alargamento na sua rede convencionada.
307. A literatura económica refere ainda que o desfecho de uma negociação bilateral depende, fundamentalmente, de dois fatores distintos: (i) o poder negocial relativo das partes – denominado por *bargaining power*; e (ii) a alavanca negocial – frequentemente denominado de *bargaining leverage*.
308. O primeiro fator – o *bargaining power* – determina a proporção do excedente que cada uma das partes consegue apropriar no âmbito da negociação. Já o segundo fator – o *bargaining leverage* – afeta diretamente a magnitude do excedente gerado pela negociação. Este *leverage* negocial deriva, precisamente, do valor da *outside option* ou *walk-away value* de cada uma das partes, ou seja, do valor que obteriam na ausência de acordo.
309. Os efeitos anticoncorrenciais de uma operação de concentração decorrem da deterioração do valor da *outside option* para a contraparte da empresa resultante da concentração, permitindo, por conseguinte, que esta última consiga negociar um preço que lhe é mais favorável em resultado, nomeadamente, da deterioração do valor da *outside option* da sua contraparte.

Versão Pública

310. Ora, é precisamente este mecanismo – a deterioração do valor da *outside option* das seguradoras relativamente às Partes e, por conseguinte, o reforço da alavanca ou *leverage* negocial das Partes – que, em tese, poderá resultar no contexto da presente operação de concentração.
311. Feito este enquadramento conceptual, importa agora caracterizar os **determinantes do reforço do *leverage* negocial da CUF** decorrente da operação de concentração.¹⁶³
312. Para esse efeito, a AdC identificou quatro fatores que explicam o eventual reforço do *leverage* negocial da CUF, face às entidades financiadoras, os quais serão detalhados e analisados nas subsecções seguintes. Os fatores em causa são os seguintes:
- a) Uniformização dos preços do HPA para níveis (mais elevados) da CUF, resultante da extensão do poder negocial da CUF às unidades de saúde atualmente detidas pelo HPA. Este efeito decorre do facto das unidades hospitalares do Grupo HPA passarem a beneficiar do poder negocial da CUF que, já no cenário prévio à concentração, é mais elevado do que o poder negocial do HPA;
 - b) Deterioração do valor da *outside option* das seguradoras, no cenário, mais restritivo, em que não se verifica qualquer sobreposição geográfica das unidades hospitalares ou de utentes da CUF e do HPA;¹⁶⁴
 - c) Relevância de Clientes Comuns das diferentes áreas geográficas onde se localizam as unidades de saúde da CUF e do HPA;
 - d) Eliminação da Concorrência Potencial (i.e., no cenário contrafactual em que a entrada orgânica da CUF na região do Algarve é provável).
313. Não obstante os referidos fatores determinantes do reforço do poder negocial¹⁶⁵ da CUF, face às entidades financiadoras, se verificarem em simultâneo e os efeitos de cada um deles se reforçarem mutuamente entre si, a análise que se segue apresentará, por uma questão de clareza expositiva, cada um destes mecanismos ou fatores de forma isolada.

¹⁶³ No que se segue, passaremos a usar a terminologia de “*leverage* (alavanca) negocial” e “poder negocial” de forma indistinta, como significando “*leverage* negocial” nos termos descritos *supra*.

¹⁶⁴ Ainda que, nos termos melhor detalhados *infra*, os fatores identificados nas alíneas anteriores envolvam uma deterioração do valor da *outside option* das seguradoras, o que se pretende nesta alínea é isolar os potenciais efeitos sobre o valor da *outside option* das seguradoras no cenário mais restritivo em que os fatores identificados nas alíneas anteriores não se aplicariam (i.e., desconsiderando, por um lado, a sobreposição geográfica entre unidades de saúde da CUF e do HPA no cenário contrafactual – cf. alínea a) – e, por outro, a relevância de clientes comuns às diferentes áreas geográficas – cf. alínea b) –, bem como efeitos resultantes de uma uniformização de preços do HPA para os preços da CUF – cf. alínea c)).

¹⁶⁵ Conforme já referido, passaremos a usar a terminologia de “poder negocial” como significando “*leverage* (alavanca) negocial”, nos termos que foram descritos *supra*.

6.3.3. Uniformização dos preços do HPA com os preços (mais elevados) da CUF¹⁶⁶

314. Em resultado da presente operação de concentração, ao serem integradas no Grupo CUF, as unidades detidas pelo Grupo HPA passam a negociar os preços convencionados junto das entidades financiadoras, com base no poder negocial da Adquirente. Ou seja, verificar-se-á uma extensão do poder negocial da CUF a essas unidades, atendendo à forma como se estruturam, na prática, as negociações entre os grupos hospitalares e os financiadores institucionais – designadamente, conforme anteriormente referido (cfr. §262), ao facto das negociações se realizarem de forma centralizada ao nível do grupo empresarial.
315. Nesse sentido, num cenário em que o Grupo Adquirente detenha um maior poder negocial face ao atualmente detido pela Adquirida, é expectável que os preços convencionados aplicáveis ao HPA aumentem, gerando uma pressão acrescida sobre as seguradoras para repercutirem tais acréscimos de custos nos consumidores finais.
316. De acordo com as seguradoras, a CUF encontra-se entre os prestadores de cuidados hospitalares privados com níveis de preços mais elevados.¹⁶⁷ Nessa medida, a integração do HPA no Grupo CUF e a consequente aplicação do preçário nacional da CUF¹⁶⁸ às unidades adquiridas resultaria em aumentos de preços significativos nas unidades hospitalares da Adquirida.
317. Adicionalmente, a investigação de mercado revelou, não só a importância e indispensabilidade da CUF, bem como um maior poder de mercado face ao Grupo HPA.
318. A título ilustrativo, destacam-se as seguintes declarações das seguradoras clientes da CUF:
- i.* A Médis indica que é *“claríssima a preponderância”* com que o Grupo CUF apresenta os custos médios por beneficiário, salientando que tal reflete a *“presença geográfica ampla da CUF e a sofisticação da sua oferta”*, e refere que, em 2024, a CUF representou cerca de **[Confidencial]**% da sua faturação em cuidados hospitalares, ao passo que o HPA representou apenas **[Confidencial]**%, acrescentando que a aquisição do HPA conferirá à CUF uma *“**[Confidencial]**”* que *“**[Confidencial]**”* da seguradora.¹⁶⁹
 - ii.* De forma convergente, a Multicare caracteriza a CUF como *“líder na prestação de cuidados de saúde”* e *“player com maior peso na estrutura de custos com sinistros”* **[Confidencial]**, enquanto o HPA representa cerca de **[Confidencial]**% à escala

¹⁶⁶ Ou seja, as unidades hospitalares do Grupo HPA passam a beneficiar do poder negocial da CUF, o qual é, no cenário prévio à concentração, mais elevado do que o poder negocial do HPA.

¹⁶⁷ Cfr., por exemplo, §271 e seguintes, bem como a Tabela 15.

¹⁶⁸ De acordo com a CUF esta *“(…)**[Confidencial]**”* – cfr., E-AdC/2025/6068, de 11.11.

¹⁶⁹ E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.5., Q.A.4.d., Q.B.1.

nacional, ainda que com uma penetração superior a **[Confidencial]**% nas regiões do Algarve e da Madeira.¹⁷⁰

- iii.* A AdvanceCare afirma que a CUF "**[Confidencial]**" das seguradoras suas clientes, sendo um *player* muito relevante, ao passo que o HPA representa cerca de **[Confidencial]**% da despesa total, e assinala que, para o mesmo *mix* de atos, os preços da CUF são cerca de **[Confidencial]**% superiores aos do HPA, antecipando que a integração CUF/HPA **[Confidencial]**.¹⁷¹
- iv.* Por sua vez, a Allianz qualifica a CUF como "**[Confidencial]**", representando aproximadamente **[Confidencial]** da sua faturação em cuidados de saúde, enquanto o HPA representa cerca de **[Confidencial]**%, sublinhando que as negociações com o HPA decorrem de forma **[Confidencial]**, ao passo que a CUF **[Confidencial]**".¹⁷²
319. Com efeito, o facto de a CUF deter um poder negocial superior ao da Adquirida evidencia-se igualmente nos preços mais elevados que a primeira negocea com as seguradoras.
320. Ora, conforme referido *supra*, e não obstante o carácter regional do mercado geográfico relevante e a posição de liderança que a Adquirida detém nas respetivas áreas de implantação, os preços por esta praticados permanecem inferiores aos preços cobrados pela CUF – a qual, segundo indica, aplica uma tabela de preços uniforme a nível nacional.
321. A tabela *infra* ilustra, para os principais atos médicos realizados nas unidades de saúde do Grupo HPA, a diferença média de preços, em 2025, entre três dos seus principais hospitais – designadamente, HPA Alvor, HPA Faro e HPA Madeira¹⁷³ – e unidades de saúde equivalentes da CUF, considerando os cinco principais clientes do HPA: Multicare, Médis, AdvanceCare, Allianz e clientes particulares.

¹⁷⁰ E-AdC/2025/4374 (7.08), Q.B.9, Q.B.8.i, ii) e iv).

¹⁷¹ E-AdC/2025/4575 (22.08), Q.B.1. Q.A.5.

¹⁷² Ata reunião de 22.10 (E-AdC/2025/6140 (14.11)).

¹⁷³ Em conjunto, estas três unidades de saúde representam mais de **[Confidencial]**% do volume de negócios do Grupo HPA. A sua seleção para efeitos de comparação prende-se com razões de facilidade expositiva e de comparabilidade entre as unidades da Adquirida e as da Adquirente. Sem prejuízo, conforme se demonstrará *infra*, o eventual problema jusconcorrencial identificado será acautelado pelos compromissos apresentados pela Notificante, os quais se aplicam à totalidade das unidades pertencentes ao Grupo HPA

Tabela 18 – Diferença de preços entre o HPA e a CUF para os principais atos médicos

Ato médico / Cliente	Multicare	Medis	Advance Care	Allianz	Particulares
Valor de K	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Preço Consulta Cirurgia	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Preço Consulta Medicina	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Preço Consulta Pediátrica	-[...]%	-[...]%	[...]%	-[...]%	-[...]%
Preço acordado para diária individual de Cirurgia	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Preço acordado para diária individual de Medicina	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
RM Coluna Cervical	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
RM Coluna Lombar	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
RM Joelho	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
TAC Abdominal	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
TAC Crânio	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
TAC Tórax	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Ecografia Abdominal	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%
Ecografia Prostática (Transrectal)	[...]%	[...]%	-[...]%	[...]%	-[...]%
Ecografia Vesical (Suprapubica)	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%	-[...]%

Fonte: Cálculos AdC. Dados Notificante.

322. Conforme resulta da tabela, os preços praticados pelo Grupo HPA são, de forma transversal – ainda que com raras exceções – inferiores aos praticados pela CUF. Em particular, considerando o conjunto de atos médicos analisados, que correspondem aos principais atos realizados nas unidades de saúde do HPA, verifica-se que os preços são, em média, cerca de **[Confidencial]**% inferiores aos da CUF, observando-se, em alguns casos – como nas diárias de internamento para determinados clientes – diferenças que podem atingir valores de cerca de **[...]**%.
323. Importa, contudo, notar que a diferença média de **[Confidencial]**% apurada entre os preços praticados pela CUF e pelo Grupo HPA constitui, com alguma probabilidade, uma estimativa conservadora, uma vez que representa uma média aritmética simples, não sendo ponderado o peso relativo de cada ato médico na despesa dos diversos clientes analisados.
324. A título ilustrativo, e tendo por base a Multicare, a aplicação do preçário CUF nas unidades de saúde HPA resultaria em acréscimos de preços superiores a **[Confidencial]**%, conforme demonstrado na Tabela 15, que, por facilidade de exposição, se reproduz parcialmente de seguida.

Tabela 19 – Diferença de preço médio entre a CUF e o HPA de um cabaz representativo da Multicare, em 2024

Operador	Preço médio de um cabaz representativo	
	Considerando apenas os atos que todos os operadores disponibilizam	Considerando apenas os atos que o HPA disponibiliza
CUF	[...] €	[...] €
HPA	[...] €	[...] €
Δ Preços	[...] %	[...] %

Fonte: Multicare. Cálculos AdC.

Nota técnica: A tabela apresentada corresponde ao cálculo do preço médio de um cabaz representativo de atos clínicos, construído com base nos preços praticados pelas Partes e nos pesos relativos atribuídos pela Multicare a cada ato clínico na sua despesa total. O valor do cabaz para cada operador resulta do somatório do produto entre o peso de cada ato clínico e o respetivo preço, conforme a seguinte fórmula:

$$C = \sum_i (p_i \times a_i),$$

onde p_i representa o peso do ato clínico i na despesa da Multicare e a_i o preço correspondente praticado por cada operador.

325. Ou seja, ainda que o HPA tenha uma quota de mercado significativa a nível regional, a maior capilaridade e dimensão da CUF a nível nacional resulta em preços negociados junto das companhias de seguros mais elevados, o que é compatível, por um lado, com um poder negocial da CUF elevado e, por outro, com um poder negocial da CUF que é superior ao poder negocial do HPA, na relação com as companhias de seguros.
326. Importa ainda recordar que este efeito – isto é, a harmonização dos preços das unidades adquiridas para a tabela nacional da CUF e o consequente aumento dos preços, resultante da extensão do poder negocial da CUF às unidades adquiridas – tem ocorrido de forma consistente nas transações mais recentes efetuadas pela CUF.
327. Com efeito, conforme demonstrado na Tabela 6 – que se reproduz *infra* – constata-se que, nas últimas cinco operações de concentração realizadas pela CUF, a implementação das respetivas aquisições foi sistematicamente seguida de aumentos significativos dos preços praticados nas unidades de saúde integradas. Esta evolução é consistente com o facto de essas unidades passarem, após a transação, a beneficiar do poder negocial superior da Adquirente nas negociações com as entidades financiadoras.

Tabela 20 – Evolução dos preços das últimas cinco unidades de saúde adquiridas pela CUF

Operador Adquirido	Data de Aquisição	Data de aumento de preços	Média de aumento de preços (em %)
Mimed	[...]	[...]	[...]
Arrifana	[...]	[...]	[...]
Barreiro	[...]	[...]	[...]
Montijo	[...]	[...]	[...]
Açores	[...]	[...]	[...]

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

328. Tendo em conta o *supra* exposto, conclui-se que a integração das unidades de saúde do Grupo HPA na CUF permitiria que essas unidades passassem a beneficiar do maior poder negocial da CUF, na relação com as seguradoras e, consequentemente, dos mesmos preços que a CUF negocia com as companhias de seguros, o que se traduz no aumento significativo dos preços nas unidades adquiridas.
329. Este efeito traduz-se num primeiro mecanismo autónomo através do qual a operação poderia gerar uma pressão de subida de preços a montante (i.e., os preços praticados pelos

hospitais junto das seguradoras) que, posteriormente, poderá ser repercutida nos consumidores finais através de prémios e co-pagamentos mais elevados.

330. Não obstante, considera-se que os compromissos apresentados pela Notificante permitirão mitigar este efeito, tal como se verá adiante.

6.3.3.1. Deterioração do valor da *outside option* das seguradoras

331. Nesta subsecção, visa-se identificar e avaliar isoladamente os potenciais efeitos da operação de concentração sobre o poder negocial da CUF perante as entidades financiadoras, desconsiderando, por um lado, a eventual sobreposição geográfica entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA (i.e., em termos de concorrência potencial) e, por outro lado, a relevância de clientes comuns em diferentes áreas geográficas, bem como de quaisquer efeitos decorrentes de uma eventual uniformização dos preços praticados pelo HPA face aos preços da CUF.
332. Conforme referido anteriormente, em setores de atividade em que as relações comerciais são determinadas por negociações bilaterais, os efeitos anticoncorrenciais de uma operação de concentração decorrem da deterioração relativa do valor da *outside option* para a contraparte da empresa resultante da concentração, levando, nos termos identificados *supra*, a que esta última consiga negociar um preço que lhe é mais favorável.
333. Ora, é precisamente este mecanismo – a deterioração do valor da *outside option* das seguradoras relativamente à das Partes e, por conseguinte, o reforço da alavanca ou *leverage* negocial das Partes – que, em tese, resulta no contexto da presente operação de concentração.
334. Para melhor enquadrar este efeito decorrente da operação de concentração, foi desenvolvido um modelo teórico para a indústria portuguesa de prestação privada de cuidados de saúde hospitalares¹⁷⁴. O modelo incorpora dois níveis: um nível grossista, no qual grupos hospitalares e seguradoras negociam os preços convencionados, e um nível retalhista, no qual as seguradoras determinam os prémios a aplicar aos seus segurados.
335. O modelo assume que as empresas produzem serviços não substitutos, i.e., em que se desconsidera, por um lado, a sobreposição geográfica entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA (i.e., em termos de concorrência potencial) e, por outro, a relevância de clientes comuns às diferentes áreas geográficas.
336. O modelo demonstra que, mesmo no cenário mais restritivo, em que se admite que os serviços prestados pelas Partes não são substitutos, existem dois mecanismos através dos quais a operação de concentração pode conduzir a uma redução do bem-estar social.
337. Em primeiro lugar, após a Transação, os preços convencionados do Grupo HPA passarão a ser negociados com o poder negocial da Adquirente. Assim, caso o peso negocial da CUF seja superior ao atualmente detido pela Adquirida, é expectável que os preços

¹⁷⁴ E-AdC/2026/89, de 23.01.

Versão Pública

convencionados aplicáveis ao HPA aumentem, gerando pressão adicional sobre as seguradoras para repercutirem esses acréscimos de custos nos consumidores finais. Este é o mecanismo analisado na subsecção anterior.

338. Em segundo lugar, após a Transação, os preços convencionados da Adquirida e da Adquirente passarão a ser objeto de negociação conjunta. Esta alteração tem implicações diretas nos ganhos de desacordo (ou valor das *outside options*) das duas partes de negociação – i.e., seguradoras e entidade resultante da operação.
339. Ou seja, por um lado, reduz os ganhos de desacordo das seguradoras, na medida em que, na ausência de acordo com a entidade resultante da concentração, estas deixariam de ter acesso simultaneamente às unidades atualmente pertencentes à CUF e ao Grupo HPA. Isto diminui a atratividade da *outside option* das seguradoras, tornando a alternativa ao acordo mais onerosa, o que, por sua vez, aumenta a sua disposição máxima a pagar.
340. Por outro lado, reduz os ganhos de desacordo da entidade resultante da operação, uma vez que a recusa de celebrar acordo com uma seguradora deixará de afetar apenas uma das redes (CUF ou HPA), passando a abranger o conjunto agregado das duas. Este efeito tem sinal contrário ao anterior.
341. Ou seja, na ausência de acordo com a CUF, a seguradora em causa deixará de dispor não apenas da cobertura assegurada pelas unidades de saúde anteriormente detidas por aquela entidade, mas também do acesso à rede hospitalar do Grupo HPA, a qual reveste especial importância em regiões como o Algarve, o Alentejo e a RAM, o que terá um impacto negativo potencialmente acrescido – i.e., face ao cenário prévio à operação de concentração – no negócio da entidade seguradora. Assim, decorre da operação de concentração uma deterioração do valor da *outside option* das entidades financiadoras.
342. Reconhece-se que, também na perspetiva da CUF, o não chegar a acordo com uma determinada companhia de seguros é, no cenário pós-operação de concentração, potencialmente mais penalizador do que seria no cenário pré-concentração. De facto, a CUF passará a incorporar, para além das potenciais perdas de negócio junto das unidades hospitalares da CUF, as potenciais perdas geradas junto das unidades hospitalares do HPA, decorrente da ausência de acordo com a companhia de seguros.
343. Em suma, a operação de concentração resulta numa deterioração do valor da *outside option* das entidades financiadoras, mas, também, numa potencial deterioração do valor da *outside option* da CUF, tendo estes dois efeitos um impacto de sinal contrário na posição negocial da CUF¹⁷⁵.

¹⁷⁵ Não obstante, importa salientar que este efeito apenas se verifica porque as negociações após a transação passam a ser conduzidas de forma conjunta. Com efeito, caso – por mera hipótese académica – a *outside option* da entidade resultante se deteriorasse, após a operação, a um ponto tal que o preço negociado fosse inferior ao que obteria isoladamente, o grupo hospitalar manteria sempre a possibilidade de negociar as unidades adquiridas de forma separada, evitando assim qualquer resultado que lhe fosse desfavorável.

344. Desta forma, a contraparte negocial que vê reforçada a sua posição em resultado da operação de concentração dependerá, conseqüentemente, da magnitude de cada um destes efeitos: conclui-se que ocorrerá um reforço (diminuição) do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras se a operação de concentração tiver um impacto mais (menos) acentuado no valor da *outside option* das seguradoras, do que no valor da *outside option* da CUF.
345. Ora, o impacto nas *outside options* de cada uma das contrapartes negociais depende, em última *ratio*, do comportamento dos clientes das seguradoras, ou seja, qual a sua reação face a uma situação de desacordo entre a sua seguradora e o Grupo CUF.
346. Na ausência de acordo entre a CUF e uma determinada seguradora – isto é, na situação em que as unidades hospitalares da CUF deixam de integrar a rede convencionada dessa seguradora –, os respetivos beneficiários que, através do seu seguro de saúde, recorriam às unidades da CUF, deixam de beneficiar dos preços convencionados.
347. Perante esta situação de desacordo, afiguram-se os seguintes cenários possíveis: (i) os clientes dessa seguradora, mantêm o seu seguro, e deixam de recorrer às unidades CUF, nomeadamente, por não terem particular preferência pelas unidades CUF, passando a recorrer a unidades hospitalares de outros grupos concorrentes, sendo igualmente indiferentes à perda de cobertura do seu seguro; (ii) os clientes dessa seguradora, mantêm o seu seguro, mas continuam a recorrer à CUF pagando os preços de tabela para clientes não segurados sendo depois parcialmente reembolsados pela sua companhia de seguros, neste caso também sendo indiferentes à perda de cobertura do seu seguro de saúde; (iii) os clientes, querendo manter a possibilidade de recorrer às unidades CUF a preços sensivelmente equivalentes aos que tinham anteriormente, substituem o seu seguro de saúde.
348. Neste cenário (iii), a probabilidade de ocorrência dessa substituição será tanto maior quanto mais elevada for a grau de substituíbilidade entre seguros de saúde e quanto mais acentuada for a diferenciação entre as ofertas dos diversos operadores hospitalares.
349. Ou seja, os clientes que tenham uma preferência pelas unidades hospitalares da CUF, num cenário de não acordo entre a CUF e uma determinada seguradora tenderão, com elevada probabilidade, a mudar de seguro de saúde por forma a continuarem a aceder, com custos de acesso sensivelmente equivalentes, às unidades de saúde da CUF. Ou, enquanto não mudam de seguro de saúde, podem continuar a aceder às unidades de saúde da CUF, pagando os preços de tabela para clientes não segurados e, posteriormente, serem parcialmente reembolsados pela sua companhia de seguros.
350. Assim, num cenário em que, por um lado, se verifique uma elevada substituíbilidade entre os diferentes seguros de saúde disponíveis no mercado e, por outro, uma diferenciação relativamente mais acentuada entre as ofertas dos vários prestadores de cuidados de saúde hospitalar, a eventual quebra de acordo entre a CUF e uma companhia de seguros revelar-

Cfr. "Modelo teórico para a indústria portuguesa de prestação privada de cuidados de saúde hospitalares", desenvolvido pela AdC e que foi referido na nota de rodapé anterior.

se-á mais onerosa para a entidade financiadora do que para a CUF, designadamente em termos de deterioração das respetivas *outside options*.¹⁷⁶

351. Neste cenário, o impacto assimétrico sobre as *outside options* de cada uma das contrapartes traduz-se num reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras, potenciando, conseqüentemente, um aumento dos preços negociados entre a CUF e essas entidades.
352. Tendo presente este enquadramento conceptual – segundo o qual, caso os consumidores revelem uma maior fidelização aos prestadores de cuidados de saúde do que às seguradoras, tal poderá reforçar o poder negocial da entidade resultante da operação – entende-se que, com base nos elementos recolhidos:
- i. Tanto o HPA como a CUF são operadores muito relevantes e que dispõem de poder de mercado; e
 - ii. a maior substituibilidade do lado da procura entre produtos de cobertura complementar de saúde (i.e., os produtos disponibilizados pelas entidades financiadoras) do que entre prestadores privados de cuidados de saúde hospitalar.
353. Relativamente ao poder de mercado de cada uma das Partes, os elementos recolhidos confirmam que tanto a CUF como o HPA dispõem de poder de mercado significativo.
354. Em primeiro lugar, ambos são percecionados pelas entidades financiadoras como operadores indispensáveis para assegurar uma cobertura geográfica adequada das redes

¹⁷⁶ Nos termos do modelo teórico desenvolvido pela AdC para a indústria portuguesa de prestação privada de cuidados de saúde hospitalares, o efeito que prevalece depende, essencialmente, de duas variáveis: (i) o poder de mercado das seguradoras face aos consumidores ou utentes que recorrem às suas unidades de saúde hospitalar e; (ii) o poder de mercado da entidade resultante da operação. Em termos práticos, o efeito dominante é determinado pelo nível da cadeia de valor – prestadores hospitalares ou seguradoras – que se apresenta como mais diferenciado e, portanto, mais capaz de atrair consumidores.

Em particular, no que respeita à variável (i), importa notar que, caso os produtos das seguradoras constituam substitutos próximos, os consumidores que pretendem aceder aos serviços de um determinado grupo hospitalar ficam praticamente indiferentes quanto à seguradora através da qual o fazem. Conseqüentemente, dado que um grupo hospitalar mantém convenções com várias seguradoras, este torna-se, por sua vez, quase indiferente relativamente à existência – ou não – de acordo com uma seguradora específica, aceitando contratar apenas a um preço convencionado mais elevado. Por outras palavras, a elevada substituibilidade entre seguros de saúde reforça o poder negocial do grupo hospitalar e torna mais provável que uma operação entre grupos hospitalares não substitutos conduza ao reforço do poder negocial do prestador integrado.

No mesmo sentido, relativamente à variável (ii), caso os pacientes revelem fidelização ou uma preferência suficientemente direcionada por determinados prestadores hospitalares – ao ponto de estarem dispostos a mudar de seguradora caso deixem de ter acesso a um grupo hospitalar relevante – torna-se também mais provável que uma operação entre grupos hospitalares não substitutos conduza ao reforço do poder negocial do prestador integrado.

convencionadas, sendo a CUF o operador mais relevante a nível nacional e o HPA o operador líder de mercado nas regiões onde atua.

355. Em segundo lugar, a análise regional já apresentada demonstra que, nas principais NUTS III em termos de população com cobertura adicional de saúde, a CUF e o HPA ocupam posições de liderança, reforçando a sua importância estratégica para a construção de redes abrangentes.¹⁷⁷
356. Por fim, o comportamento observado nos mercados – nomeadamente, os preços superiores cobrados pela CUF face a operadores concorrentes¹⁷⁸, bem como os preços do HPA, que, apesar de inferiores aos da CUF, se encontram acima dos praticados por outros prestadores locais – confirma que ambos detêm capacidade para exercer poder de mercado, traduzida em condições económicas menos favoráveis para seguradoras e subsistemas quando comparados com operadores alternativos.
357. Estes elementos sustentam, assim, que a CUF e o HPA, individualmente consideradas, já dispõem de um grau de poder de mercado relevante.
358. Relativamente à maior substituíbilidade do lado da procura entre produtos de cobertura complementar de saúde, os elementos recolhidos junto das seguradoras indicam que a diferenciação percebida pelos consumidores e respetiva fidelização às seguradoras será menor que no caso dos hospitais.
359. Em concreto, conforme explicou a Ageas, *“os seguros em Portugal assemelham-se a uma commodity, no sentido em que as suas coberturas são padronizadas (i.e., a maioria dos seguros de saúde oferece as mesmas coberturas, mesmo que com ligeiras diferenças)”*, acrescentando que *“a maioria dos prestadores de saúde têm contrato com a maioria das seguradoras”* e que, *“em consequência, na falta de acordo entre determinado prestador e determinada seguradora, as restantes seguradoras ganham vantagem competitiva”*, sendo ainda *“mais fácil ao cliente trocar de seguro de saúde do que de prestador de cuidados de saúde”*.¹⁷⁹
360. Neste contexto, a principal dimensão competitiva centra-se no preço, sendo as coberturas oferecidas amplamente similares entre operadores, o que reduz a diferenciação percebida e, conseqüentemente, a fidelização à marca da seguradora.
361. Adicionalmente, é relevante referir que as seguradoras atuam essencialmente como intermediárias no acesso aos cuidados de saúde, não apresentando uma diferenciação significativa entre si em termos de produto. Já no caso dos prestadores hospitalares, os elementos recolhidos apontam para que a marca, a reputação clínica, a qualidade percebida dos serviços, a especialização disponível, bem como a localização das unidades hospitalares, constituem fatores determinantes na escolha do paciente.

¹⁷⁷ Cf. Pontos 296 e 297.

¹⁷⁸ Cf. Ponto 270 e seguintes.

¹⁷⁹ Ata-reunião com Ageas, de 20.10 (E-AdC/2025/6176 (17.11))

362. Considera-se igualmente mais provável que um paciente desenvolva uma relação de continuidade com um prestador hospitalar específico, na medida em que aí se encontram o seu historial clínico, os médicos que o acompanham e a infraestrutura que previamente escolheu por razões de qualidade, proximidade, preferência económica ou simples conveniência geográfica. Esta relação gera custos de mudança elevados e contribui para uma maior fidelização ao hospital.
363. Em particular, no que respeita ao poder de mercado da CUF junto dos pacientes, os resultados de um estudo sobre o mercado da saúde apresentado pela Notificante¹⁸⁰ evidenciam **[Confidencial]** – o que é consistente com os elementos anteriormente apresentados.
364. No referido estudo a CUF é, **[Confidencial]**.
365. No conjunto, estes indicadores revelam uma capacidade de retenção da procura substancialmente superior à dos demais prestadores privados, reforçando a conclusão de que o vínculo dos pacientes à CUF é estruturalmente forte e constitui um importante determinante do seu poder de mercado.
366. Em contraste, a escolha da seguradora não envolve, em regra, um vínculo funcional equivalente, já que estas não prestam o cuidado em si, mas apenas viabilizam financeiramente o acesso às redes hospitalares. Assim, a fidelização é possivelmente mais frágil do lado segurador, ao passo que a ligação dos pacientes aos grupos hospitalares tende a ser mais sólida e menos facilmente substituível.
367. Com efeito, quando questionada sobre o efeito de perder o acesso à rede da CUF, a MGEN refere que *"[n]um cenário em que as unidades CUF deixassem de integrar apenas a rede da MGEN, mas continuassem acessíveis através de outras seguradoras concorrentes, o impacto potencial seria negativamente disruptivo, uma vez que os nossos aderentes iriam procurar manter o acesso às mesmas infraestruturas hospitalares através de outro seguro."*¹⁸¹
368. Face ao exposto, considera-se plausível concluir que existe uma maior substituíbilidade do lado da procura entre produtos de cobertura complementar de saúde do que entre prestadores privados de cuidados de saúde hospitalar.
369. Ora, conforme resulta do §344 e seguintes, tendo-se concluído por uma substituíbilidade elevada entre os diferentes seguros de saúde disponíveis no mercado, por um lado, e por uma (relativamente maior) diferenciação entre as ofertas dos vários prestadores de cuidados de saúde hospitalar – i.e., compatível com uma fidelização dos clientes à CUF –, por outro, é expectável que o impacto de uma quebra de acordo entre a CUF e uma companhia de seguros seja mais penalizadora para a entidade financiadora do que para a CUF (i.e., em termos de deterioração das respetivas *outside options*).

¹⁸⁰ Em concreto, o documento "Barómetro da Saúde 2025 (junho de 2025)", submetido pela CUF à AdC (cfr., E-AdC/2025/6157-6159).

¹⁸¹ E-AdC/2025/6265 (21.11), Q.2.

370. Assim, conforme referido anteriormente (ponto 350), decorre deste impacto diferenciado sobre as *outside options* de cada uma das contrapartes um reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras e, conseqüentemente, um aumento dos preços negociados entre a CUF e as entidades financiadoras.
371. Esta conclusão está em linha com os elementos recolhidos junto de vários operadores que referiram que, de facto, a dimensão do *footprint* de um prestador hospitalar constitui um determinante relevante do respetivo poder negocial e que a operação de concentração em apreço é suscetível de conduzir a aumentos de preços por via do mecanismo identificado na presente secção.
372. A título ilustrativo:
- i. A Médis (grupo Ageas) sublinha que *“a dimensão do footprint de um grupo hospitalar reforça significativamente o seu poder negocial face às seguradoras”* e que, com a presente operação, a CUF passará a dispor de unidades no Algarve, Alentejo e Madeira, adquirindo “[Confidencial]”.¹⁸²
 - ii. De forma convergente, a AdvanceCare refere que o crescimento nacional dos grandes grupos, associado a negociações centralizadas, “[Confidencial]” e assinala que a CUF tem vindo a “[Confidencial]”, não se podendo *“ignorar “[Confidencial]”*, podendo a integração do HPA levar a aumentos de preços com impacto nos prémios e copagamentos dos segurados.¹⁸³
 - iii. Também a Allianz indica que *“a concentração dos grupos hospitalares aumenta significativamente o poder negocial destes com as seguradoras”* e que a CUF “[Confidencial]”, prevendo que esta se reforce com a aquisição do HPA, “[Confidencial]”.¹⁸⁴
373. Adicionalmente, e numa ótica mais quantitativa, conforme resulta do exercício comparativo apresentado na Tabela 15 – no qual se procedeu à comparação dos preços praticados pelos vários grupos hospitalares à Multicare – verifica-se que, de facto, os operadores de maior dimensão e com um *footprint* geográfico mais alargado [CONFIDENCIAL].
374. Em todo o caso, a AdC considerou relevante proceder a um exercício de quantificação das *outside options* da CUF e das principais seguradoras com o intuito de avaliar se – e em que medida – resulta da operação de concentração um impacto que possa ser considerado significativo sobre as condições comerciais negociadas entre a CUF e as entidades financiadoras
375. É, precisamente, este o exercício que a AdC se propõe a realizar *infra*.

¹⁸² E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.4.d).

¹⁸³ E-AdC/2025/4575 (22.08), Q.A.4.d) e Ata-reunião com Advancecare, de 24.10 (E-AdC/2025/6040 (10.11)).

¹⁸⁴ E-AdC/2025/4563 (21.08), Q.A.4 e Ata-reunião com Allianz, de 22.10 (E-AdC/2025/6140 (14.11))

376. Uma vez que a Notificante também apresentou as suas conclusões sobre esta matéria através do estudo da CL, para efeitos de clareza, propõe-se estruturar a análise que se segue, em três secções:
- (a) uma síntese das principais conclusões constantes do Relatório da CL, no que respeita ao impacto da operação de concentração sobre o poder negocial da CUF;
 - (b) uma análise crítica efetuada pela AdC ao referido relatório; e
 - (c) o exercício de quantificação do impacto da operação de concentração sobre as *outside options* da CUF e das respetivas seguradoras, realizado pela AdC.

6.3.3.1.1. Relatório Económico apresentado pela Notificante

377. O Relatório da CL começa por enquadrar a questão referindo que *“para avaliar o impacto da Transação no poder negocial da CUF relativamente às seguradoras é necessário identificar os fatores relevantes que determinam o poder negocial de ambas as partes e de que maneira esses fatores são afetados pela Transação”*¹⁸⁵.
378. Ainda a título de enquadramento, acrescenta que *“a Transação apenas poderia reforçar o poder negocial da CUF se melhorasse as suas outside options relativamente às [outside options das] seguradoras”*, concluindo que, no caso concreto, *“as outside options da CUF não melhoram relativamente às seguradoras [e, consequentemente], a Transação não aumenta o poder negocial da CUF”*.¹⁸⁶
379. Começamos por sistematizar as considerações apresentadas no Relatório da CL a propósito dos fatores determinantes do poder negocial da CUF e das entidades financiadoras.
380. A esse respeito, o Relatório da CL refere que um eventual desacordo entre a CUF e uma seguradora produziria efeitos assimétricos sobre as contrapartes envolvidas na negociação, não só em termos de horizonte temporal dos impactos financeiros, como, também, atendendo a que a CUF enfrenta uma estrutura de custos fixos significativamente mais pesada do que aquela que caracteriza a atividade seguradora.
381. Em concreto, segundo o Relatório da CL, *“existe ainda uma distinção relevante entre as outside options das seguradoras e dos prestadores de cuidados de saúde: a estrutura de custos”*¹⁸⁷ e, em particular, o peso dos custos fixos na estrutura de custos dos operadores.
382. Ou seja, de acordo com a CL, *“os prestadores [de cuidados de saúde] suportam custos fixos elevados, pelo que uma redução de receitas tem um efeito assimetricamente superior nos seus*

¹⁸⁵ §97.

¹⁸⁶ §24

¹⁸⁷ §26.

resultados". Para exemplificar esta ideia, a CL refere que *"no caso da CUF, a perda das receitas da Allianz, [Confidencial]"*¹⁸⁸.

383. De uma forma mais geral, para as restantes seguradoras, o impacto no EBITDA da CUF em resultado de um desacordo com as principais seguradoras seria, de acordo com a CL, o seguinte:

Figura 27 – Impacto de cada EFR no EBITDA da CUF, 2024

[Confidencial]

Fonte: Compass Lexecon (Relatório Complementar de 10.10, E-AdC/2025/5429)

384. De facto, na análise da CL, se tomarmos por referência a figura anterior, bem como a figura seguinte, resulta evidente o impacto assimetricamente superior no EBITDA de um prestador de cuidados de saúde (cf. Figura 27), face ao peso de cada seguradora nas receitas da CUF (cf. Figura 29 *infra*).
385. No mesmo sentido da demonstração do referido efeito assimétrico entre, por um lado, o peso de cada seguradora nas receitas da CUF e, por outro, o impacto no EBITDA da CUF em resultado da diminuição do seu volume de vendas, a CL compara a evolução mensal das receitas e do EBITDA da CUF e, em particular, analisa o impacto da sazonalidade da procura de cuidados de saúde no mês de agosto. Ou seja, de acordo com a figura seguinte, conclui-se que **[Confidencial]**.

Figura 28 – Evolução mensal das receitas e do EBITDA da CUF, 2024

[Confidencial]

Fonte: Compass Lexecon (Relatório Complementar de 10.10)

386. Acresce que, conforme referido, de acordo com a CL, *"para um prestador de cuidados de saúde, o não acordo com uma seguradora implica uma perda imediata nas receitas geradas pelos clientes dessa seguradora. Já para a seguradora, a perda não é direta nem imediata: **dependerá do número de clientes que, perante a exclusão desse prestador de cuidados de saúde da rede, optem por mudar de seguradora, bem como do momento em que essa decisão ocorra**"* (destaque nosso).

¹⁸⁸ A CL utilizou, como indicador de "lucro", o EBIT. Posteriormente, a pedido da AdC, os dados foram atualizados por referência ao indicador EBITDA, por se considerar ser um melhor indicador para avaliar o desempenho operacional de uma empresa. Neste caso, **[Confidencial]**.

387. Tendo em conta o entendimento da CL relativamente aos fatores determinantes do poder negocial da CUF e das entidades financiadoras, sistematizam-se agora as considerações da CL sobre o impacto da operação de concentração sobre estes fatores e, conseqüentemente, sobre o poder negocial de cada uma das contrapartes.
388. Neste contexto, a CL enquadra a questão referindo que *“a alteração da posição negocial das partes depende de como as outside options se modificam em consequência da Transação”*, acrescentando que, no caso da CUF, *“tal depende da importância relativa das receitas das seguradoras na CUF pós-Transação, em comparação com a sua importância relativa na CUF e no HPA antes da operação”*.
389. E, face a este enquadramento, a CL conclui que *“[a] outside option da entidade resultante, em comparação com a da CUF, mantém-se praticamente inalterada, para cada seguradora, [Confidencial]”*.
390. Já no caso do HPA, conclui a CL que *“[a] outside option da entidade resultante, em comparação com a do HPA, piora, dado que cada uma das seguradoras aumenta o seu peso relativo nas receitas totais, deteriorando, assim, a posição da entidade resultante da Transação caso não chegue a um acordo com a companhia de seguros. Isto deve-se ao facto de, na sequência da Transação, as seguradoras poderem alavancar nas negociações a perda de receitas que geram à CUF fora da região em que o HPA atua”* – conforme ilustrado nas figuras seguintes que reproduzem as Figuras 1 e 4 do Relatório da CL.

Figura 29 – Distribuição de receitas da CUF e HPA por cliente

[Confidencial]

Fonte: Compass Lexecon

Figura 30 – Distribuição de receitas da CUF e HPA por cliente, no cenário pós-Transação

[Confidencial]

Fonte: Compass Lexecon

391. Em contraponto, no que respeita a *outside option* das seguradoras, o Relatório da CL conclui que *“a Transação não altera as suas opções dentro dos mercados geográficos relevantes, [uma vez que] não existe sobreposição geográfica entre a CUF e o HPA, [pelo que] as alternativas que cada seguradora pode oferecer aos seus clientes em caso de falha de negociação com a CUF ou com o HPA permanecem idênticas com e sem Transação”*.

392. Ou seja, no que respeita a *outside option* das seguradoras, o Relatório da CL refere que o principal determinante da mesma reside na importância de um prestador específico para garantir a cobertura dos serviços de saúde em cada mercado geográfico relevante. Ora, de acordo com o Relatório da CL, uma vez que não existe sobreposição geográfica entre as atividades das Partes, a Transação não altera as possíveis opções das seguradoras.
393. O Relatório da CL acrescenta ainda que os clientes de seguros de saúde, no momento da celebração do contrato, não valorizariam de forma determinante a existência de uma cobertura nacional, mas antes a disponibilidade de uma rede local adequada, referindo ainda que, em todo o caso, as seguradoras podem "(...) *continuar a oferecer uma cobertura nacional sem ter de contratar com a CUF e o HPA, dado que nenhum dos dois é a única opção num mesmo mercado geográfico*".
394. Face ao exposto, a CL conclui que *"esta Transação não aumenta de forma significativa o poder negocial da CUF. As seguradoras mantêm uma posição negocial forte, devido ao impacto desproporcional que têm sobre os benefícios da CUF no cenário pós-Transação e a integração do HPA na rede da CUF não aumentará significativamente o poder negocial da CUF"*.
395. Por último, o Relatório da CL vem contestar a conclusão que constava na Decisão de 1ª Fase da AdC, nomeadamente, que *"o HPA tem uma importância regional assimétrica, a qual poderia ser utilizada pela CUF para reforçar o seu poder negocial após a Transação"*. Em contraponto, a CL refere que *"este argumento ignora o facto de que, no cenário pós-Transação, as seguradoras podem alavancar as receitas que geram para a CUF noutras regiões para obter acesso ao HPA (leia-se, às atuais unidades de saúde do HPA que serão detidas pela CUF)"*.
396. Ou seja, a CL reconhece que a transação gera *"dois efeitos em direções opostas: por um lado, permite à CUF utilizar o acesso ao HPA nas negociações; por outro, permite às seguradoras utilizar o volume de receitas que proporcionam à CUF fora do Algarve, do Alentejo e da Região Autónoma da Madeira para reforçar a sua posição negocial de acesso ao HPA"*.
397. Para, a seguir, concluir que *"dado que as receitas geradas pelas seguradoras na rede CUF são materialmente superiores ao volume de negócios do HPA, no cenário pós-Transação a CUF não terá capacidade de usar o acesso ao HPA como fator de alavancagem. Pelo contrário, as seguradoras passarão a ter um poder de negociação ainda maior, reforçando a sua posição relativamente ao acesso às unidades de saúde do HPA face ao cenário atual"*.

6.3.3.1.2. Análise crítica do Relatório Económico apresentado pela Notificante

398. Feita a síntese das conclusões apresentadas no Relatório da CL no que respeita ao impacto da operação de concentração sobre o poder negocial da CUF, procede-se, seguidamente a uma análise crítica das mesmas.
399. O enquadramento que a CL faz da presente temática, ao afirmar, por um lado, que *"para avaliar o impacto da Transação no poder negocial da CUF relativamente às seguradoras é necessário identificar os fatores relevantes que determinam o poder negocial de ambas as partes e de que maneira esses fatores são afetados pela Transação"* (cf. §376) e, por outro, que *"a*

Transação apenas poderia reforçar o poder negocial da CUF se melhorasse as suas outside options relativamente às [outside options das] seguradoras” (cf. §377), encontra-se totalmente em linha com a abordagem adotada pela AdC (cf. §§331 a 342).

400. Neste enquadramento, a CL reconhece que a transação gera *“dois efeitos em direções opostas: por um lado, permite à CUF utilizar o acesso ao HPA nas negociações; por outro, permite às seguradoras utilizar o volume de receitas que proporcionam à CUF fora do Algarve, do Alentejo e da Região Autónoma da Madeira para reforçar a sua posição negocial de acesso ao HPA”* (cf. §395), o que é consistente com a análise da AdC (cf. §§340 a 342).
401. Não obstante o reconhecimento de que a transação *“permite à CUF utilizar o acesso ao HPA nas negociações”* (cf. §395), o que terá, como efeito, uma deterioração da *outside option* das entidades financiadoras, a CL conclui que a *“Transação não aumenta de forma significativa o poder negocial da CUF”* (cf. §393), o que, de acordo com a CL, se deve, nomeadamente, a que:
- (a) *“não existe sobreposição geográfica entre a CUF e o HPA, [pelo que] as alternativas que cada seguradora pode oferecer aos seus clientes em caso de falha de negociação com a CUF ou com o HPA permanecem idênticas com e sem Transação”* (cf. §390) e;
 - (b) os clientes de seguros de saúde, no momento da celebração do contrato, não valorizariam de forma determinante a existência de uma cobertura nacional, mas antes a disponibilidade de uma rede local adequada (cf. §392).
 - (c) em todo o caso, as seguradoras podem *“(...) continuar a oferecer uma cobertura nacional sem ter de contratar com a CUF e o HPA, dado que nenhum dos dois é a única opção num mesmo mercado geográfico”* (cf. §392).
402. Conforme resulta do exposto *supra* (cf. §311), a AdC entende, em tese, que a operação de concentração é passível de ter efeitos jusconcorrenciais negativos se, por um lado, houver uma substituíbilidade entre as unidades hospitalares da CUF e as unidades hospitalares do HPA, o que ocorre por via dos clientes comuns¹⁸⁹ e, no cenário contrafactual, por via da concorrência potencial; e, por outro, em resultado das condições de acesso às redes de unidades de saúde da CUF e do HPA passarem a ser negociadas de forma conjunta, o que permite à CUF utilizar a dimensão da sua rede para alavancar a posição negocial do HPA, bem como a relevância regional deste para alavancar a posição negocial da CUF.
403. Os motivos identificados no §400 que levam a CL a concluir que a *“Transação não aumenta de forma significativa o poder negocial da CUF”* (cf. §393) resultam de se desconsiderar, não só a relevância dos clientes comuns – tema que será abordado com maior detalhe na secção seguinte –, mas também a concorrência potencial, o que é incompatível com a análise da AdC.
404. Ora, conforme analisado nas subsecções seguintes, os elementos recolhidos pela AdC no âmbito da presente investigação, não só demonstram a importância dos clientes comuns, como, também, demonstram que a entrada orgânica da CUF no Algarve é, na ausência da

¹⁸⁹ Este ponto será desenvolvido *infra* na secção 6.3.2.3.

operação de concentração, um cenário provável. Assim, contrariamente ao que defende a CL, a AdC conclui – cf. subsecções 6.3.2.3 e 6.3.2.4 – que a relevância dos clientes comuns, por um lado, e a concorrência potencial, por outro, são fatores que contribuem para reforçar os impactos jusconcorrenciais negativos decorrentes da presente operação de concentração.

405. Em todo o caso, conforme referido no §330, a presente subsecção desconsidera os fatores referidos no parágrafo anterior, bem como os efeitos resultantes de uma uniformização de preços do HPA para os preços da CUF (cf. subsecção 6.3.2.1), isolando, desta forma, o impacto jusconcorrencial decorrente das condições de acesso às redes hospitalares da CUF e do HPA passarem a ser negociadas de forma conjunta.
406. Assim, a AdC assume nesta subsecção o quadro conceptual implícito na análise da CL, i.e., em que se considera – apenas para efeitos expositivos e, obviamente, sem desconsiderar no conjunto da análise os demais fatores identificados no §311 –, como único fator determinante do impacto da operação no poder negocial da CUF face às entidades financiadoras, o que resulta do facto de, *“no cenário pós-transação, a negociação do acesso e das respetivas condições às redes CUF e HPA [passar a ser] realizada de forma conjunta”*.
407. Ora, tendo a CL reconhecido que *“a Transação apenas poderia reforçar o poder negocial da CUF se melhorasse as suas outside options relativamente às [outside options das] seguradoras”* (cf. §377), importa aferir se, e em que medida, a negociação conjunta das unidades de saúde da CUF e do HPA é passível de melhorar a *outside option* da CUF relativamente à *outside option* das entidades financiadoras.
408. Note-se que a CL reconhece que a transação *“permite à CUF utilizar o acesso ao HPA nas negociações”* (cf. §395), o que terá, como efeito, uma deterioração da *outside option* das entidades financiadoras.
409. Assim, importa aferir qual o impacto da transação sobre a *outside option* da CUF e, confirmando-se que existe um impacto menos acentuado na deterioração da *outside option* da CUF do que na *outside option* das entidades financiadoras, concluir por um reforço do poder negocial da CUF.
410. Ora, conforme resulta do §379, a CL argumenta que um eventual desacordo entre a CUF e uma seguradora produziria efeitos assimétricos sobre as contrapartes envolvidas na negociação, não só em termos de horizonte temporal dos impactos financeiros, como, também, atendendo a que a CUF enfrenta uma estrutura de custos fixos significativamente mais pesada do que aquela que caracteriza a atividade seguradora. De facto, o Relatório da CL conclui que:
- (a) Em termos de horizonte temporal dos impactos, *“para um prestador de cuidados de saúde, o não acordo com uma seguradora implica uma perda imediata nas receitas geradas pelos clientes dessa seguradora. Já para a seguradora, a perda não é direta nem imediata: dependerá do número de clientes que, perante a exclusão desse prestador de cuidados de saúde da rede, optem por mudar de seguradora, bem como do momento em que essa decisão ocorra”* (cf. §385);

- (b) Em termos da estrutura de custos fixos, *“os prestadores [de cuidados de saúde] suportam custos fixos elevados, pelo que uma redução de receitas tem um efeito assimetricamente superior nos seus resultados”* (cf. §381).
411. Atendendo a que *“os prestadores [de cuidados de saúde] suportam custos fixos elevados”*, a AdC entende, à semelhança da CL, que *“uma redução de receitas [de um prestador de cuidados de saúde] tem um efeito assimetricamente superior nos seus resultados”*.
412. Este efeito assimétrico é demonstrado pelo exercício levado a cabo pela CL e que se encontra refletido na Figura 27, através do qual se avalia o impacto nos resultados – medido pelo EBITDA – da CUF, decorrente da perda integral das receitas geradas pelos clientes de uma determinada seguradora. De facto, o impacto nos resultados (cf. Figura 27) é muito superior ao peso da seguradora em causa na receita da CUF (cf. Figura 29), o que é explicado, precisamente, pela relevância dos custos fixos na estrutura de custos da CUF.
413. A AdC não discorda deste exercício, nem, tão pouco, da conclusão de que *“uma redução de receitas [de um prestador de cuidados de saúde] tem um efeito assimetricamente superior nos seus resultados”*.
414. Não obstante, o Relatório da CL, ao sugerir que o referido exercício serve para caracterizar a *outside option* da CUF, assume, implicitamente, um pressuposto com o qual a AdC discorda: o pressuposto de que *“o não acordo [da CUF] com uma seguradora implica [a] perda [das] receitas geradas pelos clientes dessa seguradora”*.
415. Conforme referido anteriormente, na ausência de acordo entre a CUF e uma determinada seguradora – i.e., em que as unidades de saúde da CUF deixam de integrar a rede de unidades convencionadas da seguradora –, os clientes desta última que recorriam, por via do seu seguro de saúde, às unidades de saúde da CUF, podem continuar a fazê-lo, com custos de acesso sensivelmente equivalentes, se mudarem de seguro de saúde. Podem, ainda, continuar a aceder às referidas unidades de saúde da CUF sem mudarem de seguro de saúde, pagando os preços de tabela para clientes não segurados e, posteriormente, serem parcialmente reembolsados pela sua companhia de seguros.
416. Ou seja, conforme notado no §345, neste cenário de não acordo entre a CUF e uma determinada seguradora, os clientes que tenham uma preferência pelas unidades hospitalares da CUF tenderão, com elevada probabilidade, a mudar de seguro de saúde por forma a continuarem a aceder, com custos de acesso sensivelmente equivalentes, às unidades de saúde da CUF. Ou, enquanto não mudam de seguro de saúde, podem continuar a aceder às unidades de saúde da CUF, pagando os preços de tabela para clientes não segurados e, posteriormente, serem parcialmente reembolsados pela sua companhia de seguros.
417. A probabilidade dos clientes de uma determinada seguradora, que deixe de integrar, por quebra de acordo, as unidades de saúde da CUF na sua rede convencionada, mudarem de seguro de saúde – i.e., para um seguro de saúde que tenha acordo com a CUF – será tanto maior quanto maior for a substituibilidade da procura dos diversos seguros de saúde, por um lado, e maior for a fidelização do cliente à rede de unidades de saúde da CUF, por outro.

418. Ora, a AdC recolheu diversos elementos que sustentam a inferência de que, por um lado, se verifica uma substituibilidade elevada entre os diferentes seguros de saúde disponíveis no mercado e, por outro, uma (relativamente maior) diferenciação entre as ofertas dos vários prestadores de cuidados de saúde hospitalar, compatível com uma fidelização dos clientes à rede da CUF.
419. Assim, o pressuposto de que *“o não acordo [da CUF] com uma seguradora implica [a] perda [das] receitas geradas pelos clientes dessa seguradora”* é, claramente, um pressuposto incompatível com as possibilidades de reação dos clientes da seguradora em causa, descritas anteriormente.
420. Aliás, a CL acaba por reconhecer este facto, quando refere que a perda para a seguradora ***“dependerá do número de clientes que, perante a exclusão desse prestador de cuidados de saúde da rede, optem por mudar de seguradora, bem como do momento em que essa decisão ocorra”*** (destaque nosso) (cf. §385). Mas, ao recorrer ao exercício refletido na Figura 27 para caracterizar a *outside option* da CUF, acaba por desconsiderar por completo esta hipótese.
421. Em síntese, a AdC considera ter recolhido elementos que permitem aferir, por um lado, um reduzido grau de substituibilidade entre as diferentes ofertas de seguros de saúde disponíveis no mercado e, por outro, a existência de uma diferenciação mais acentuada entre as ofertas dos diversos prestadores de cuidados de saúde, em particular no que respeita ao seu impacto na fidelização dos respetivos utentes. Estes elementos estão especificados *supra*, nos §§357 a 371, para onde se remete.
422. Importa, ainda, fazer um considerando adicional sobre o Relatório da CL.
423. A CL analisa o impacto da operação de concentração sobre o poder negocial da CUF em função da *“importância relativa das receitas das seguradoras na CUF pós-Transação, em comparação com a sua importância relativa na CUF e no HPA antes da operação”* (cf. §387).
424. E, nessa medida, conclui – da comparação da Figura 30 com a Figura 29 – *“[a] outside option da entidade resultante, em comparação com a da CUF, mantém-se praticamente inalterada, para cada seguradora”* (cf. §388). Mas que, no caso do HPA, conclui a CL que *“[a] outside option da entidade resultante, em comparação com a do HPA, piora, dado que cada uma das seguradoras aumenta o seu peso relativo nas receitas totais [i.e., por comparação com o peso relativo nas receitas do HPA]”* (cf. §389).
425. Ora, se é um facto que as principais companhias de seguros têm um peso elevado nas receitas da CUF e, **[Confidencial]**, do HPA (cf. Figura 29), também é um facto que a CUF tem um peso significativamente maior nos custos das principais companhias de seguros,¹⁹⁰ do que estas nas receitas da CUF. Por esta ordem de razão, e recorrendo ao entendimento que

¹⁹⁰ A título ilustrativo, refira-se que a Multicare representa apenas cerca de [...] % da procura da CUF, ao passo que a CUF é responsável por aproximadamente [...] % dos custos daquela entidade financiadora. De forma similar, embora a Allianz represente apenas cerca de [...] % da procura da CUF, a CUF é responsável por aproximadamente [...] % dos respetivos custos.

parece resultar das conclusões da CL, as entidades financiadoras estarão mais dependentes da CUF, do que o contrário, uma vez que as primeiras têm um peso menor nas receitas da CUF, do que esta nos custos das primeiras.

426. E, por último, a conclusão da CL de que “[a] *outside option* da entidade resultante, em comparação com a do HPA, piora, dado que cada uma das seguradoras aumenta o seu peso relativo nas receitas totais [i.e., por comparação com o peso relativo nas receitas do HPA]” (cf. §389) desconsidera, por completo, que a integração das unidades de saúde do HPA na rede de unidades da CUF leva aquelas a beneficiar do poder negocial (mais elevado) da CUF.

6.3.3.1.3. Quantificação do impacto da Operação de Concentração nas *Outside Options* da CUF e respetivas Seguradoras

427. Conforme referido *supra* no §385, a CL reconhece que a perda para uma seguradora *vis-à-vis* para a CUF, decorrente da não integração das unidades hospitalares desta última na sua rede convencionada, “**dependerá do número de clientes que, perante a exclusão desse prestador de cuidados de saúde da rede, optem por mudar de seguradora**” (destaque nosso).
428. Mas, ao recorrer ao exercício refletido na Figura 27 para caracterizar a *outside option* da CUF, a CL acaba por desconsiderar aquele entendimento, assumindo, como pressuposto, que “*o não acordo [da CUF] com uma seguradora implica [a] perda [das] receitas geradas pelos clientes dessa seguradora*” (cf. §413).
429. Adicionalmente, a AdC considera que, conforme referido *supra* no §418, o pressuposto de que “*o não acordo [da CUF] com uma seguradora implica [a] perda [das] receitas geradas pelos clientes dessa seguradora*” é incompatível com a possibilidade dos clientes da seguradora poderem mudar de seguro, por forma a continuarem a aceder, com custos de acesso sensivelmente equivalentes, às unidades de saúde da CUF.
430. Nesse sentido, a AdC quantificou as *outside options* da CUF, na relação com as várias companhias de seguros, em função da taxa de retenção de procura por parte da CUF – i.e., de forma equivalente, da taxa de mudança de seguro – decorrente, nomeadamente, do “*número de clientes que, perante a exclusão [da CUF] da rede [convencionada da seguradora], optem por mudar de seguradora*”.
431. Já no que se refere ao impacto da operação de concentração, a CL refere que “*a alteração da posição negocial das partes depende de como as outside options se modificam em consequência da Transação*”, relacionando tal impacto com a “*importância relativa das receitas das seguradoras na CUF pós-Transação, em comparação com a sua importância relativa na CUF e no HPA antes da operação*” (cf. §387).
432. Tal como explanado nos §§422 a 425, a AdC discorda da análise apresentada pela CL quanto à quantificação do impacto da operação de concentração. Com efeito, entende-se que o exercício desenvolvido pela CL para o cenário pré-concentração – assente nas receitas da CUF e do HPA enquanto entidades autónomas – deve ser igualmente aplicado ao cenário

pós-concentração, considerando-se as receitas agregadas da entidade resultante da operação. Desta forma, permitiria assegurar a comparabilidade e consistência dos resultados obtidos para os dois cenários.

433. Adicionalmente, a AdC considera que a comparação das respetivas *outside options* nos cenários pré e pós-operação deve ser efetuada para as duas partes envolvidas na relação negocial – isto é, para a CUF e para a seguradora –, de modo a aferir qual das partes vê a sua posição negocial mais deteriorada na sequência da operação projetada.
434. É precisamente esse o exercício que se desenvolverá de seguida, no âmbito da relação negocial entre a CUF e a Multicare – *vide* tabela *infra*. Em concreto, apresentar-se-á, com o devido grau de detalhe, a quantificação das respetivas *outside options*, bem como a sua evolução no cenário pós-concentração. Este exercício será, posteriormente, alargado às relações negociais da CUF com a Allianz e com a Médis.

Tabela 21 – Impacto da Operação de Concentração na *outside option* da CUF, na relação negocial com a Multicare

Taxa de mudança de seguro	Valor da <i>Outside Option</i> da CUF (em milhares de €)		Variação do valor da <i>Outside Option</i> da CUF (em milhares de €)
	Cenário pré-concentração	Cenário pós-concentração	
0%	[...]	[...]	[...]
10%	[...]	[...]	[...]
20%	[...]	[...]	[...]
30%	[...]	[...]	[...]
40%	[...]	[...]	[...]
50%	[...]	[...]	[...]
60%	[...]	[...]	[...]
70%	[...]	[...]	[...]
80%	[...]	[...]	[...]
90%	[...]	[...]	[...]
100%	[...]	[...]	[...]

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

Nota técnica: No presente exercício, para cada “taxa de mudança de seguro” considerada, assume-se que a CUF retém uma percentagem equivalente da procura inicialmente associada à seguradora em causa. Assim, por exemplo, tendo em conta que a Multicare representa cerca de [...] % da procura da CUF, num cenário em que, na sequência de um eventual não acordo entre a Multicare e a CUF, a taxa de mudança de seguro seja de 10%, presume-se que a CUF retém 10% da procura originalmente gerada pela Multicare, o que corresponde a cerca de [...] % da procura total da CUF, perdendo, assim, aproximadamente [...] % da procura anteriormente associada à Multicare. Nesta lógica, para efeitos de quantificação das perdas de desacordo, assumiu-se que, perante um desacordo entre a CUF e a Multicare e, por

exemplo, para uma taxa de mudança de seguro de 10%, as receitas e os custos variáveis da CUF diminuiriam cerca de [...]%. Conforme se discutirá adiante, esta hipótese revela-se claramente conservadora.

435. Resulta da tabela anterior que a variação no valor da *outside option* da CUF que decorre da operação de concentração é tanto menor, quanto maior a taxa de mudança de seguros por parte dos clientes da Multicare.
436. Importa agora determinar o impacto da operação de concentração na *outside option* da Multicare, seguindo a mesma metodologia que se encontra refletida na tabela seguinte.

Tabela 22 – Impacto da Operação de Concentração na *outside option* da Multicare, na relação negocial com a CUF

Taxa de mudança de seguro	Valor da <i>Outside Option</i> da Multicare (em milhares de €)		Variação do valor da <i>Outside Option</i> da Multicare (em milhares de €)
	Cenário pré-concentração	Cenário pós-concentração	
0%	[...]	[...]	[...]
10%	[...]	[...]	[...]
20%	[...]	[...]	[...]
30%	[...]	[...]	[...]
40%	[...]	[...]	[...]
50%	[...]	[...]	[...]
60%	[...]	[...]	[...]
70%	[...]	[...]	[...]
80%	[...]	[...]	[...]
90%	[...]	[...]	[...]
100%	[...]	[...]	[...]

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

437. Resulta da tabela anterior que a variação no valor da *outside option* da Multicare que decorre da operação de concentração é tanto maior, quanto maior a taxa de mudança de seguros por parte dos clientes da Multicare.
438. Conforme referido *supra* no §342, o reforço (diminuição) do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras decorre de a operação de concentração ter um impacto mais (menos) acentuado no valor da *outside option* das seguradoras, do que no valor da *outside option* da CUF.
439. Assim, da comparação das duas tabelas anteriores, determina-se a **taxa crítica de mudança de seguro**, i.e., a taxa que iguala a variação da *outside option* da Multicare e da CUF e, a partir do qual a operação de concentração terá um impacto maior no valor da *outside option* da

Multicare do que no valor da *outside option* da CUF. Ou seja, a taxa a partir da qual se conclui que a operação de concentração resultará no reforço do poder negocial da CUF *vis-a-vis* as entidades seguradoras.

Tabela 23 – Impacto da Operação de Concentração na *outside option* da Multicare, na relação negocial com a CUF

Taxa de mudança de seguro	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da CUF (em milhares de €)	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da Multicare (em milhares de €)	Var. Multicare / Var. CUF
0%	[...]	[...]	---
10%	[...]	[...]	28%
20%	[...]	[...]	64%
28,18%	[...]	[...]	100%
30%	[...]	[...]	109%
40%	[...]	[...]	170%
50%	[...]	[...]	255%
60%	[...]	[...]	382%
70%	[...]	[...]	595%
80%	[...]	[...]	1019%
90%	[...]	[...]	2293%
100%	[...]	[...]	---

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

440. Resulta da tabela anterior que o valor crítico da taxa de mudança de seguro, a partir do qual a operação de concentração resultará num reforço do poder negocial da CUF *vis-a-vis* a Multicare, é igual a 28,18%.
441. Este valor crítico é, conforme se verá *infra*, inferior à taxa efetiva de mudança de seguro estimada pela Multicare, decorrente de um cenário em que as unidades de saúde da CUF deixassem de integrar a sua rede convencionada. E, nessa medida, conclui-se que a operação é suscetível de resultar no reforço do poder negocial da CUF *vis-a-vis* a Multicare.
442. Contudo, antes de se debater a taxa efetiva de mudança de seguro, importa fazer o seguinte considerando.
443. Conforme referido *supra* no §416, a probabilidade dos clientes de uma determinada seguradora, que deixe de integrar, por quebra de acordo, as unidades de saúde da CUF na sua rede convencionada, mudarem de seguro de saúde – i.e., para um seguro de saúde que tenha acordo com a CUF – será tanto maior quanto maior for a substituibilidade da procura dos diversos seguros de saúde, por um lado, e **maior for a fidelização do cliente à rede de unidades de saúde da CUF**, por outro.

444. Note-se que, nos cálculos anteriores, foi considerada uma taxa (média) de mudança de seguro que foi uniformemente aplicada a toda a base de clientes da Multicare. Tal resulta de ter-se assumido que a taxa (média) de mudança de seguros, aplicada à base de clientes da Multicare, coincide com a percentagem de retenção de receita por parte da CUF.
445. No entanto, é provável que a incidência de mudança de seguro na base de clientes da Multicare seja maior nos clientes que são mais fidelizados às unidades de saúde da CUF, do que na média da respetiva base de clientes. E, nesse sentido, é expectável que, para uma determinada taxa (média) de mudança aplicada à totalidade da base de clientes da Multicare, a incidência de mudança seja mais acentuada nos clientes da seguradora que recorrem, prioritariamente, às unidades de saúde da CUF. E, assim, é provável que a taxa de retenção de receita por parte da CUF seja, em termos percentuais, mais acentuada do que a taxa (média) de mudança de seguro.
446. Dito de outra forma, é expectável que os clientes que mudem de seguro por serem os mais fidelizados à CUF sejam também aqueles que mais contribuem para as receitas da CUF.
447. Nessa medida, para uma redução da base de clientes da Multicare em (por exemplo) 10%, é expectável que a retenção de procura (em termos de receitas) das unidades de saúde da CUF seja superior a 10%. A título ilustrativo, considere-se um fator de ajustamento de dois, i.e., em que a perda percentual de receita da seguradora resulta numa retenção da receita por parte da CUF igual ao dobro daquela percentagem. Os resultados deste exemplo são refletidos na tabela seguinte:

Tabela 24 – Impacto da Operação de Concentração na *outside option* da Multicare, na relação negocial com a CUF, considerando fator de ajustamento de 2

Taxa de mudança de seguro	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da CUF (em milhares de €)	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da Multicare (em milhares de €)	Var. Multicare / Var. CUF
0%	[...]	[...]	---
10%	[...]	[...]	32%
20%	[...]	[...]	85%
21,99%	[...]	[...]	100%
30%	[...]	[...]	191%
40%	[...]	[...]	510%

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

448. Já considerando um fator de ajustamento de 3, i.e., em que a perda percentual de receita da seguradora resulta numa retenção da receita por parte da CUF igual ao triplo daquela percentagem, teríamos os seguintes resultados:

Tabela 25 – Impacto da Operação de Concentração na outside option da Multicare, na relação negocial com a CUF, considerando fator de ajustamento de 3

Taxa de mudança de seguro	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da CUF (em milhares de €)	Variação do valor da <i>Outside Option</i> da Multicare (em milhares de €)	Var. Multicare / Var. CUF
0%	[...]	[...]	---
10%	[...]	[...]	36%
18,03%	[...]	[...]	100%
20%	[...]	[...]	165%
30%	[...]	[...]	764%

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

449. Note-se que, considerar um fator de ajustamento de 3 é um pressuposto razoável e, até, conservador, uma vez que, nos termos do estudo “Barómetro da Saúde 2025 (junho de 2025)”, submetido pela CUF à AdC,¹⁹¹ no universo de todos os clientes que, nos últimos 12 meses, recorreram a unidades de saúde privados, [...] fizeram-no em exclusivo na CUF.

Figura 31 – Utilização dos Grupos de Saúde Privados (taxa de utilização exclusiva)

[Confidencial – Documento Interno da Notificante]

450. Ora, assumindo uma distribuição uniforme destes clientes pelas diferentes entidades financiadoras, por um lado, e, por outro, considerando, tal como referido anteriormente, que a mudança de clientes da Multicare acontecerá, essencialmente, nos clientes que são relativamente fidelizados à rede de unidades de saúde da CUF, conclui-se que uma taxa de mudança de seguro de (por ex.) 10% resultaria numa retenção de receita da CUF, proveniente da Multicare, de cerca de [...]%. Nesse sentido, deveria ser considerado um fator de ajustamento de 5,9, ou seja, muito superior ao fator de ajustamento de 3 considerado na tabela anterior.
451. Conforme anteriormente referido, o exercício descrito *supra* foi igualmente realizado para duas outras seguradoras – Médis e Allianz. A tabela seguinte apresenta os respetivos valores da taxa de mudança crítica em função do fator de ajustamento considerado para as três seguradoras consideradas.

¹⁹¹ Cfr., E-AdC/2025/6157-6159

Tabela 26 – Taxa crítica de mudança (Multicare, Médis, Allianz)

Seguradora	Fator de Ajustamento				
	1	2	3	4	5
Multicare	28%	22%	18%	15%	13%
Médis	25%	20%	17%	14%	12%
Allianz	64%	39%	28%	22%	18%

Fonte: Dados dos Operadores. Cálculos da AdC.

452. Em suma, o exercício anteriormente descrito visa determinar a taxa de mudança crítica de seguro – entendida como a taxa a partir da qual a posição negocial da CUF se torna relativamente mais favorável do que a da seguradora em análise. A comparação entre este valor e a taxa efetiva de mudança permite aferir se se verifica um reforço da posição negocial da Notificante, sendo que uma taxa efetiva superior à crítica indicia uma melhoria da sua posição relativa.
453. Ora, para efeitos de apuramento da taxa efetiva de mudança de seguro resultante de um eventual cenário de desacordo entre uma determinada seguradora e a CUF, a AdC solicitou elementos às principais seguradoras, com o objetivo de avaliar o impacto estimado desse cenário na propensão dos respetivos beneficiários para alterar de seguradora.
454. Neste âmbito, a Allianz referiu que, atentas a **[Confidencial]** das unidades CUF, a sua relevância enquanto prestador privado **[Confidencial]** e o facto de a CUF representar cerca de **[30-40]%** dos seus custos com sinistros, a comercialização bem-sucedida de seguros de saúde sem a presença da CUF na respetiva rede de prestadores seria, **[Confidencial]**.¹⁹²
455. No mesmo sentido, a Médis estimou que a saída da CUF da sua rede poderia, no médio prazo, originar uma redução do número de segurados entre **[20-30]%** e **[30-40]%**¹⁹³, intervalo que corresponde, em larga medida, ao peso relativo da CUF nos seus custos (cerca de **[30-40]%**). Adicionalmente, referiu que um eventual desacordo entre a CUF e a Médis poderia ainda conduzir a uma diminuição entre **[30-40]%** e **[50-60]%** no número de novas pessoas seguradas com a Médis¹⁹⁴.
456. A Multicare, por sua vez, indicou que a saída da CUF teria um impacto material na confiança dos seus clientes, colocando-a em desvantagem face às restantes seguradoras. A Multicare “[p]ese embora toda a incerteza associada às consequências diretas e indiretas que uma saída de um prestador líder como a CUF teria na competitividade da oferta da Multicare, e de nunca termos auscultado os nossos clientes nesse sentido”, identificou ainda perdas potenciais

¹⁹² E-AdC/2025/6444, de 3.12 (Q. 3.a).

¹⁹³ E-AdC/2025/6503, de 4.12 (Q. 2.b).

¹⁹⁴ E-AdC/2025/6503, de 4.12 (Q. 3.a).

particularmente elevadas nos segmentos **[Confidencial]**, onde admitiu que a perda de contratos poderia atingir até **[60-70]**% nos casos de maior fidelização à CUF e maior intensidade de utilização. Para o segmento de empresas de maior dimensão, estimou que a taxa de anulação, atualmente em torno de **[15-20]**%, pudesse ter um incremento de **[20-30]** a **[40-50]**%.¹⁹⁵

457. De forma agregada, as estimativas transmitidas pelas seguradoras revelam-se compatíveis com o enquadramento anteriormente exposto, segundo o qual os seguros de saúde evidenciam um menor grau de diferenciação ao passo que, do lado dos prestadores hospitalares, existe uma maior diferenciação da oferta, geradora de níveis acrescidos de fidelização dos utentes. Este padrão é, aliás, consistente com os resultados do estudo de mercado, que evidenciam uma fidelização particularmente elevada aos serviços da CUF.
458. De facto, de acordo com o referido estudo de mercado, a CUF não só continua a ser o grupo que apresenta maior notoriedade, como também, tendo por base a utilização nos últimos 12 meses, cerca de **[40-50]**% dos utentes são exclusivos.
459. Face aos elementos fornecidos pelas principais seguradoras, bem como às taxas de mudança crítica apuradas e sumariadas na Tabela 26, entende a AdC que se encontram reunidos indícios suficientes para concluir no sentido de um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras por via da deterioração da *outside option* das mesmas, o que aponta para um reequilíbrio negocial desfavorável às seguradoras no cenário pós-concentração.
460. Adicionalmente, importa notar que, conforme referido, as taxas de mudança críticas calculadas assentam em pressupostos bastante conservadores. Consequentemente, os elementos resultantes da investigação indiciam taxas de mudança efetiva superiores às prováveis taxas críticas, corroborando, desta forma, a conclusão de que a operação de concentração, tal como notificada e sem compromissos propostos, é suscetível de reforçar o poder negocial da CUF vis-à-vis as entidades financiadoras.

6.3.3.2. Relevância dos Clientes Comuns

461. O efeito identificado na subsecção 6.3.2.1 – i.e., decorrente das unidades de saúde do HPA passarem a beneficiar do maior poder negocial da CUF, na relação com as seguradoras – verifica-se em qualquer cenário, incluindo um cenário extremo em que inexistente qualquer substituíbilidade entre os serviços hospitalares da CUF e do HPA, do ponto de vista do utente final.¹⁹⁶

¹⁹⁵ E-AdC/2025/6424, de 2.12 (Q. 2.b).

¹⁹⁶ Ou seja, assume-se, neste hipotético cenário extremo, uma total independência dos serviços hospitalares da CUF face aos serviços hospitalares do HPA, quer numa perspetiva da oferta (i.e., inexistente uma proximidade geográfica entre as unidades hospitalares da CUF e as unidades hospitalares do HPA), quer, também, na perspetiva da procura (i.e., os utentes finais não se deslocam entre áreas geográficas).

462. Aliás, este cenário foi igualmente assumido na subsecção anterior, em que se analisou a deterioração do valor da *outside option* das seguradoras decorrente da operação de concentração, tendo por referência um cenário em que não se verifica qualquer sobreposição geográfica das unidades hospitalares ou de utentes da CUF e do HPA.
463. Ou seja, assume-se, nesse hipotético cenário, uma total independência dos serviços hospitalares da CUF face aos serviços hospitalares do HPA, quer numa perspetiva da oferta (i.e., inexistente uma proximidade geográfica entre as unidades hospitalares da CUF e as unidades hospitalares do HPA), quer, também, na perspetiva da procura (i.e., os utentes finais não se deslocam entre áreas geográficas ou apenas valorizam o acesso à rede convencionada da sua área de residência).
464. Ora, embora a prestação de serviços de saúde tenha uma natureza essencialmente local, ainda assim, na perspetiva do utente final, há razões que o levam a valorizar um seguro de saúde que lhe garanta o acesso a uma rede convencionada de âmbito geográfico mais alargado, incluindo deslocações frequentes ou de duração alargada em território nacional, bem como a proteção do agregado familiar.¹⁹⁷
465. Aliás, a própria CUF parece reconhecer, na sua documentação interna,¹⁹⁸ alguma substituíbilidade na perspetiva da procura entre unidades hospitalares localizadas em áreas geográficas distintas, ao identificar, como uma das fontes de criação de valor da aquisição do HPA, a possibilidade de “[Confidencial]” através, nomeadamente, da “[Confidencial]”.¹⁹⁹

Figura 32 – Documento interno da Notificante em que identifica a referenciação de clientes entre unidades hospitalares localizadas em áreas geográficas distintas²⁰⁰

[Confidencial – Documento interno da Notificante]

Fonte: Notificante.

Nota: Realce nosso.

466. Conforme referida anteriormente, dos elementos recolhidos pela AdC, também resulta que as seguradoras procuram dar acesso aos seus segurados a uma rede convencionada o

¹⁹⁷ As deslocações em lazer têm uma relevância acrescida no caso de áreas geográficas com forte pendor turístico, como é o caso do Algarve, onde se localiza a maioria das unidades hospitalares do Grupo HPA.

¹⁹⁸ Cfr., E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexo 6.

¹⁹⁹ No mesmo sentido, atendendo a que o Grupo Luz entrou recentemente na região do Algarve através da aquisição do Hospital de Loulé, aquele operador reconhece, como racional subjacente à operação, a importância de “[Confidencial]” e de “[Confidencial]”. (E-AdC/2025/5500 (15.10), Q.3.

²⁰⁰ E-AdC/2025/2183-2185 (10.04), Anexo 6, slide 23.

mais completa e abrangente possível, em termos de qualidade e diversidade de serviços, mas também em termos de cobertura geográfica.

467. Com efeito, embora as seguradoras reconheçam que, para a maioria dos segurados, o fator mais relevante seja a existência de cobertura na sua zona habitual de residência ou atividade, estas referem que, no momento da subscrição do seguro de saúde, tanto os clientes empresariais como os individuais tendem a valorizar uma cobertura geográfica ampla.
468. A título ilustrativo,
- i. a Medis "(...) atribui importância à disponibilização de uma oferta transversal e de qualidade em todas as zonas do país, uma vez que considera que é um aspeto que os seus Clientes valorizam, tendo em conta as deslocações no território nacional por motivos profissionais e de lazer, bem como a proteção do agregado familiar"²⁰¹;
 - ii. a Multicare "(...) [d]e contactos com clientes individuais sabemos que alguns valorizam ter uma boa cobertura também em regiões onde se desloquem com periodicidade (ex. zonas balneares)", ao passo que, "[d]e contactos com clientes empresas sabemos que estes valorizam muito a cobertura nacional, e não apenas a cobertura nas regiões onde estão implantados, porque podem, por exemplo, estender as suas operações para outros locais".²⁰²
469. Daqui resulta, aliás, um outro motivo para se valorizar um seguro de saúde que garanta o acesso a uma rede convencionada de âmbito mais alargado, nomeadamente, a existência de clientes empresariais. De facto, conforme refere a Multicare, estes clientes "*valorizam muito a cobertura nacional, e não apenas a cobertura nas regiões onde estão implantados, porque podem, por exemplo, estender as suas operações para outros locais*".
470. Com efeito, é expectável que os clientes empresariais, pela sua dimensão e dispersão geográfica, tendam a valorizar de forma acentuada o acesso a redes hospitalares amplas e homogêneas em todo o território nacional, sendo especialmente sensíveis a eventuais perdas de cobertura.
471. Consequentemente, a capacidade de um grupo hospitalar assegurar uma cobertura geográfica alargada – como a que resulta da integração do HPA na CUF – reforça a sua relevância, tornando mais onerosa, para as seguradoras, a hipótese de não celebrarem acordo com o prestador integrado e, portanto, aumentando a sua disposição máxima a pagar.
472. Examinando o caso em concreto, é importante realçar que este tipo de clientes (i.e., os clientes empresariais) representam uma componente particularmente relevante da carteira das seguradoras – *vide* tabela seguinte.

²⁰¹ E-AdC/2025/4589 (25.08), Q.A.7.

²⁰² E-AdC/2025/4374 (7.08), Q.A.7.

Tabela 27 – Importância relativa dos clientes empresariais para as seguradoras

Operador	Clientes Individuais	Clientes Empresariais
Medis	[...]%	[...]%
Multicare	[...]%	[...]%
Allianz	[...]%	[...]%

Fonte: Cálculos AdC. Dados Operadores.

473. Assim, considerar que existe uma total ausência de substituibilidade, na perspetiva da procura, entre os serviços hospitalares da CUF e do HPA é, face à existência de clientes comuns – incluindo clientes empresariais com atividade em diversas regiões, bem como clientes individuais que, pelos motivos identificados *supra*, valorizam o acesso a uma rede geograficamente alargada –, um cenário extremo.
474. Nesse sentido, existindo alguma substituibilidade na perspetiva da procura entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA, resulta daqui uma razão adicional para que decorra da operação de concentração um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras. Aliás, este potencial efeito – bem como o efeito identificado na subsecção anterior – é compatível com o episódio que se relata de seguida.
475. Segundo a informação disponibilizada pela Médis no âmbito do presente procedimento, determinadas operações de concentração anteriormente concretizadas terão originado efeitos significativos sobre as condições comerciais praticadas pelos prestadores privados. A título de exemplo, a Médis refere que **[Confidencial]** se traduziu, posteriormente, num aumento de preços relevante aplicável aos serviços convencionados com aquela entidade financiadora, não obstante a sobreposição geográfica entre as partes envolvidas na operação ser, à data da referida operação, residual²⁰³.
476. Ou seja, o exemplo apresentado pela Médis reflete que operações de concentração entre operadores de prestação de cuidados de saúde hospitalares privados podem originar aumentos significativos de preços, mesmo na ausência de uma sobreposição geográfica direta relevante entre as partes envolvidas.
477. Este efeito encontra, aliás, suporte empírico na literatura económica, designadamente no estudo intitulado *“The Price Effects of Cross-Market Hospital Mergers”*, da autoria de Leemore Dafny, Kate Ho e Robin S. Lee²⁰⁴. Neste artigo, os autores demonstram que operações de concentração entre hospitais localizados em mercados geográficos distintos, mas que partilham clientes comuns – e.g., clientes que valorizam a cobertura em várias regiões, tais como grandes empregadores ou famílias –, podem originar aumentos significativos de

²⁰³ Ata-reunião com Ageas, de 16.05 (E-AdC/2025/3125, de 2.06).

²⁰⁴ Leemore Dafny, Kate Ho e Robin S. Lee (2026), *“The Price Effects of Cross-Market Hospital Mergers”*, NBER.

preços. Tal efeito decorre precisamente da deterioração do valor da *outside option* das seguradoras e, por conseguinte, do reforço da alavanca ou *leverage* negocial do grupo hospitalar resultante da concentração.

478. A propósito da relevância dos clientes comuns, e, em concreto, relativamente ao referido estudo, o Relatório da CL refere que *“o estudo de Dafny et al. elabora (...) o mecanismo através do qual determinadas fusões entre prestadores de cuidados de saúde [localizados em mercados geográficos distintos] podem levar a aumentos de preços. Em particular, devido à existência de clientes finais comuns a ambos os prestadores e ao seu impacto nas negociações com as seguradoras”*²⁰⁵. A CL acrescenta ainda que *“o objetivo dos autores [do referido artigo] é testar empiricamente esta hipótese: de que a existência de clientes comuns a dois prestadores [localizados em mercados geográficos distintos] pode aumentar o seu poder negocial face às seguradoras”*²⁰⁶.
479. O Relatório da CL nota que *“na amostra analisada, os autores [do referido artigo] observaram que: (i) houve aumentos de preços em fusões de hospitais em mercados adjacentes (no mesmo Estado), sobretudo quando os hospitais estavam relativamente próximos (30 a 90 minutos de distância) e; (ii) não houve aumentos de preços em fusões que envolveram hospitais em mercados não adjacentes (em Estados diferentes)”*.²⁰⁷
480. Ainda de acordo com o Relatório da CL, os autores do referido artigo interpretam os resultados empíricos *“como evidência de que a existência de clientes comuns poder levar a aumentos de preços, sobretudo quando os hospitais estão em regiões próximas”*.²⁰⁸
481. Em contraponto, o Relatório da CL refere que *“no caso em análise, não há indícios de que exista um número material de clientes comuns que possa gerar este efeito. A CUF e o HPA estão em clusters regionais claramente distintos em termos de oferta de cuidados de saúde, o que torna improvável que os clientes considerem os serviços de ambos como complementares, tal como sugerido neste estudo”*.²⁰⁹
482. Por outro lado, embora se reconheça que *“determinados empregadores podem ser clientes comuns para assegurar cobertura complementar em termos geográficos”*, o Relatório da CL conclui que *“no tecido empresarial português há muito poucas empresas com cobertura nacional, pelo que o universo destes potenciais clientes será limitado. Adicionalmente, como já referido, a integração da CUF e do HPA não aumentaria o poder negocial da CUF como resultado*

²⁰⁵ §131.

²⁰⁶ Idem. O Relatório da CL nota que *“os autores [do referido artigo] distinguem dois tipos de clientes comuns: (i) indivíduos que recorrem a diferentes prestadores para cuidados distintos (por exemplo, cardiologia num hospital e ortopedia noutro) e; (ii) empregadores que procuram garantir a cobertura geográfica para trabalhadores distribuídos por várias regiões”*. (§132)

²⁰⁷ §133.

²⁰⁸ §134.

²⁰⁹ Idem.

*da complementaridade geográfica das redes, pelo contrário. Assim, também este potencial efeito não se mostra relevante neste caso.*²¹⁰

483. Ora, os dados constantes da tabela anterior contrariam esta perceção em que se baseiam as conclusões da CL, sendo que, ao contrário do referido pela CL, os clientes empresariais são uma parcela muito relevante da carteira de seguros de saúde das várias entidades seguradoras.
484. Face ao exposto, conclui-se pela existência de alguma substituíbilidade na perspetiva da procura entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA, resultando daqui uma razão adicional para que decorra da operação de concentração um reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras.

6.3.3.3. Eliminação da Concorrência Potencial

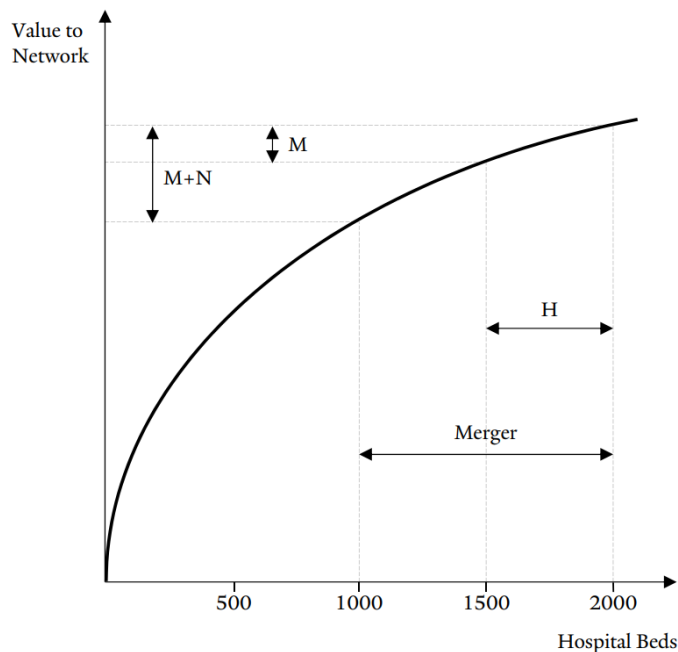
485. Conforme referido no §311, a AdC identificou quatro fatores distintos que explicam o reforço do poder negocial da CUF, face às entidades financiadoras, que decorrente da operação de concentração e, conseqüentemente, o impacto da transação sobre as condições de concorrência no mercado.
486. Com o intuito de isolar cada um dos referidos efeitos, considerou-se, nas subsecções anteriores, a ausência de qualquer sobreposição ou proximidade geográfica entre as unidades hospitalares da CUF e as unidades hospitalares do HPA.
487. Ora, conforme demonstrado na secção 6.3.1, a entrada orgânica da CUF na região do Algarve é, na ausência da operação de concentração, um cenário provável. Nessa medida, o contrafactual por referência ao qual deve ser analisada a presente operação de concentração deverá, necessariamente, incorporar a presença da CUF na região do Algarve com, pelo menos, uma unidade hospitalar.
488. Assim, a operação de concentração é suscetível de resultar na eliminação da concorrência potencial da CUF na região do Algarve, resultando daqui uma razão adicional – i.e., face aos efeitos analisados nas subsecções anteriores – para que decorra da mesma uma deterioração do valor da *outside option* das entidades financiadoras e, por conseguinte, o reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras.
489. Esquemáticamente, é possível traduzir esta ideia da deterioração da *outside option* de uma seguradora como resultado de uma operação de concentração entre hospitais²¹¹ através do seguinte gráfico, retirado do estudo “*Mergers that Harm Sellers*”, da autoria de Scott Hemphill e Nancy Rose.²¹²

²¹⁰ §135

²¹¹ Isto é, no cenário em que se verifica uma sobreposição ou proximidade geográfica entre os hospitais, ainda que potencial, no contrafactual relevante.

²¹² C. Scott Hemphill & Nancy L. Rose (2018), “*Mergers that Harms Sellers*”, *The Yale Law Journal*.

Figura 33 – Função valor de uma seguradora face à dimensão da sua rede convencionada



Fonte: C. Scott Hemphill & Nancy L. Rose (2018), “Mergers that Harms Sellers”, *The Yale Law Journal*.

490. Em concreto, o gráfico representa o valor atribuído por uma seguradora à sua rede de prestadores de cuidados hospitalares em função do número total de camas hospitalares disponíveis, assumindo uma função concava.²¹³
491. Neste enquadramento, a integração de dois prestadores de cuidados de saúde hospitalares pode resultar na deterioração do valor da *outside option* da seguradora e, por conseguinte, no reforço do poder negocial da entidade resultante da concentração.
492. Com efeito, tal como ilustrado no gráfico, a perda do acesso simultâneo a dois grupos hospitalares (i.e., cenário pós-fusão) pode traduzir-se numa redução no valor da rede para a seguradora (representado por $M+N$) substancialmente superior ao dobro da perda resultante da não celebração de acordo com apenas um dos operadores individualmente (representado por M), ou seja, $M+N > 2M$. Esta assimetria resulta diretamente da concavidade da função de valor da rede e traduz-se num agravamento da posição negocial da seguradora no cenário pós-fusão.
493. Ainda que o Grupo HPA detenha uma quota de mercado nacional estimada em cerca de **[5-10]**%, considerando os cinco principais operadores privados de prestação de cuidados de

²¹³ O formato da função valor de uma dada seguradora é abordado na secção 6.1.1.

Versão Pública

- saúde hospitalares, importa sublinhar que a sua atividade se encontra integralmente concentrada em três regiões específicas – Algarve, Alentejo e RAM – onde a Adquirida assume, à data, a posição de principal operador instalado – cfr. Tabela 8.
494. Assim, a concentração geográfica da atividade do Grupo HPA confere-lhe uma relevância acrescida do ponto de vista negocial, na medida em que aumenta a sua eventual indispensabilidade para efeitos de cobertura territorial das redes contratadas pelas seguradoras e subsistemas complementares de saúde.
495. Por outras palavras, a AdC considera que a quota nacional de **[5-10]**% detida pelo Grupo HPA subestima a sua importância como parceiro estratégico das seguradoras suas clientes de forma a alcançarem a desejável cobertura nacional.
496. Nestes termos, a aquisição das unidades de saúde do Grupo HPA pela Notificante – a qual já detém, à data, a maior rede privada de prestação de cuidados de saúde hospitalares em Portugal, considerada por diversos clientes institucionais (i.e., seguradoras e subsistemas de saúde) como um operador indispensável – permitirá à CUF incorporar um conjunto de unidades de saúde que assumem, igualmente, um carácter potencialmente indispensável para que as seguradoras e subsistemas complementares de saúde assegurem a cobertura nacional das respetivas redes convencionadas.
497. Assim, considera-se que, no cenário pós-Transação, a entidade que resulte da operação terá maior capacidade para impor condições comerciais menos favoráveis às seguradoras e subsistemas de saúde.
498. A este propósito e, em particular, à referência que a AdC fez ao artigo *“Mergers that Harm Sellers”* da autoria de Scott Hemphill e Nancy Rose²¹⁴, o supracitado Relatório da CL reconhece que *“Hemphill & Rose sugerem que uma fusão pode aumentar de forma assimétrica o poder negocial de dois prestadores de cuidados de saúde, dado que a sua rede combinada pode gerar mais valor para as seguradoras do que a soma das suas redes individuais”*.²¹⁵
499. O Relatório da CL nota, no entanto, que as conclusões do referido artigo não são diretamente aplicáveis à presente operação de concentração, uma vez que se baseiam no pressuposto de concavidade da função valor da seguradora (cf. Figura 33)²¹⁶, o qual, no entendimento da CL, não se aplica ao caso presente.²¹⁷
500. Ou seja, o Relatório da CL nota que, *“na teoria económica, o pressuposto de concavidade é geralmente aplicado em contextos de produtos substitutos, [sendo que] o grau de concavidade*

²¹⁴ C. Scott Hemphill & Nancy L. Rose (2018), *“Mergers that Harms Sellers”*, *The Yale Law Journal*.

²¹⁵ §126.

²¹⁶ A concavidade da função valor das seguradoras ocorre quando o valor marginal de capacidade adicional, na rede convencionada da seguradora, é decrescente.

²¹⁷ §§127ss.

Versão Pública

determina o grau de substituibilidade”²¹⁸. Acrescenta ainda que “a intuição destes modelos é que o valor de perder em simultâneo dois prestadores de serviços de saúde é superior à soma de valor de perder cada um individualmente. Assim, ao garantir a capacidade de um prestador, o valor marginal do segundo diminui”.

501. Para concluir que *“este pressuposto de concavidade faz sentido quando aplicado ao mesmo mercado geográfico, onde um prestador pode, de facto, ser substituído por outro. No entanto, no presente contexto, tal pressuposto não é aplicável, uma vez que a CUF e o HPA atuam em mercados geográficos distintos e não são substitutos entre si”.*
502. Sobre esta temática, importa notar que o Relatório da CL desconsidera, não só a relevância dos clientes comuns analisado na subsecção anterior, como, sobretudo, a potencial entrada orgânica da CUF na região do Algarve, conforme demonstrado na secção 6.3.1.
503. De facto, tal como resulta da secção 6.3.1, a entrada orgânica da CUF na região do Algarve é, na ausência da operação de concentração, um cenário provável. Nessa medida, o contrafactual por referência ao qual deve ser analisada a presente operação de concentração deverá, necessariamente, incorporar a presença da CUF na região do Algarve com, pelo menos, uma unidade hospitalar.
504. Assim, a operação de concentração é suscetível de resultar na eliminação da concorrência potencial da CUF na região do Algarve, resultando daqui uma razão adicional – i.e., face aos efeitos analisados nas subsecções anteriores – para que decorra da mesma uma deterioração do valor da *outside option* das entidades financiadoras e, por conseguinte, o reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras.
505. Reitera-se, no entanto, que mesmo num hipotético cenário extremo de ausência de substituibilidade entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA – i.e., tal como argumentado no Relatório da CL –, a operação de concentração seria suscetível de resultar em entraves à concorrência por via, nomeadamente, do efeito de aumento de preços identificado na subsecção 6.3.2.1, decorrente das unidades de saúde do HPA passarem a beneficiar do maior poder negocial da CUF, na relação com as seguradoras.
506. Acresce que, tal como demonstrado na subsecção 6.3.2.2, neste hipotético cenário extremo de ausência de substituibilidade entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA, a presente operação de concentração seria passível de resultar na deterioração do valor da *outside option* das seguradoras e, conseqüentemente, no aumento do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras, o que é suscetível de resultar em entraves à concorrência.
507. Em suma, a existência de alguma substituibilidade entre as unidades hospitalares da CUF e do HPA, decorrente, por um lado, da relevância dos clientes comuns (cf. subsecção 6.3.2.3) e, por outro, da concorrência potencial (cf. presente subsecção 6.3.2.4), apenas vêm reforçar os efeitos identificados nas subsecções 6.3.2.1 e 6.3.2.2.

²¹⁸ Ou seja, refere a CL que *“quanto mais substituíveis forem dois prestadores de cuidados de saúde entre si, mais côncava será a relação entre o seu valor para a seguradora e a capacidade desses prestadores”.*

6.4. Conclusão da avaliação jusconcorrencial

508. Com base nos elementos recolhidos no âmbito do presente procedimento, verifica-se que o setor da prestação de cuidados de saúde hospitalares por entidades privadas tem registado, nos últimos anos, uma expansão significativa da procura, impulsionada pelo alargamento da cobertura proporcionada por seguros e subsistemas complementares de saúde.
509. Paralelamente, o setor hospitalar não público em Portugal tem sido marcado por um processo de consolidação. Este movimento tem resultado no aumento da concentração do setor – conforme reconhecido pelo regulador setorial –, o qual, segundo a maioria dos operadores questionados, tem sido acompanhado por um agravamento das condições comerciais praticadas, designadamente ao nível dos preços.
510. Acresce que o setor em apreço é caracterizado pela existência de barreiras à entrada significativas, as quais limitam a contestabilidade do mercado e contribuem para o reforço das posições detidas pelos operadores instalados.
511. A operação de concentração em análise traduz-se na aquisição, pelo maior operador nacional, de um dos principais operadores regionais – o Grupo HPA –, cuja atividade se encontra concentrada em regiões do território nacional onde a CUF, até à data, não detinha qualquer presença.
512. Não obstante, a própria Notificante reconhece, nos documentos internos analisados pela AdC, que a alternativa à presente operação consistia num plano de entrada orgânica na região do Algarve, **[Confidencial]**, iniciativa que chegou a ser iniciada através da assinatura de um CPCV para a aquisição de um terreno em Faro.
513. Com efeito, conforme anteriormente exposto, a AdC considera ser possível concluir que, na ausência da operação de concentração, a entrada da CUF no mercado do Algarve constitui um cenário provável (isto é, mais provável do que não). Nessa medida, a operação implica, por um lado, a eliminação de uma pressão concorrencial potencial naquele mercado regional e, por outro, um impacto adicional, de âmbito nacional, na relação negocial da CUF com as seguradoras.
514. Adicionalmente, a investigação conduzida pela AdC permitiu identificar diversos elementos suscetíveis de contribuir para o reforço de poder negocial da Notificante face às entidades financiadoras.
515. Desde logo, apurou-se que, no cenário pré-operação, o Grupo HPA detém um menor poder negocial em comparação com o Grupo CUF, tendo em conta, nomeadamente, fatores como a menor capilaridade da rede, o menor reconhecimento da marca e a menor escala operacional, em comparação com a Adquirente.
516. Assim, a concretização da operação permitirá à CUF estender o seu poder negocial às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA, originando uma uniformização das

condições comerciais praticadas, com potencial agravamento das condições oferecidas às entidades financiadoras.

517. Acresce que, ainda que se admita – num cenário extremo em que se desconsidere a relevância dos clientes comuns e da concorrência potencial – a inexistência de substituíbilidade do lado da procura entre as unidades das Partes, a aquisição do Grupo HPA pela CUF permanece suscetível de reforçar o poder negocial desta última enquanto entidade agregada.
518. Com efeito, considerando que as negociações com as entidades financiadoras decorrem, tipicamente, de forma bilateral, com âmbito nacional e com periodicidade anual, a operação poderá reduzir o valor da *outside option* destas entidades, isto é, da posição económico-financeira destes operadores numa situação de desacordo contratual, enfraquecendo a sua posição contratual em caso de desacordo.
519. Tal resulta do facto de, no cenário pós-operação, a CUF passar a assumir um papel ainda mais indispensável para as entidades financiadoras, tendo em conta, designadamente, a sua posição de relevo no contexto nacional, a posição de liderança do Grupo HPA nas regiões onde atua e elementos, recolhidos no âmbito da investigação de mercado, que apontam para uma maior substituíbilidade do lado da procura entre produtos de cobertura complementar de saúde do que entre prestadores privados de cuidados de saúde hospitalar.
520. Nestas circunstâncias, considera-se que a presente operação de concentração poderá resultar num reforço do poder negocial da CUF, suscetível de gerar efeitos adversos ao longo da cadeia de valor, com eventuais repercussões, em última instância, nos beneficiários finais dos cuidados de saúde.
521. Tendo em conta todo o *supra* exposto, a AdC conclui que a operação de concentração, tal como inicialmente notificada e na ausência dos compromissos que se analisarão *infra*, seria passível de resultar na criação ou reforço de entraves significativos à concorrência efetiva no mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas.

7. COMPROMISSOS

522. Em 17 de dezembro de 2025, a Notificante submeteu, ao abrigo do disposto no n.º 1 do artigo 51.º da Lei da Concorrência, um primeiro conjunto de Compromissos com vista a afastar as preocupações jusconcorrenciais identificadas na DPIA. A este pacote inicial seguiram-se um segundo e um terceiro pacotes, respetivamente a 23 de dezembro de 2025 e a 7 de janeiro de 2026.²¹⁹
523. A 7 de janeiro, a AdC procedeu ao teste de mercado do pacote proposto de compromissos. Para o efeito, foram consultadas as seguintes 13 entidades: Multicare, Médis, Allianz, MGEN,

²¹⁹ Respetivamente, E-AdC/2025/6737 (17.12), E-AdC/2025/6865 (23.12) e E-AdC/2026/73*81 (7.01).

Versão Pública

Advancecare, Grupo LuzSaúde, Grupo Lusíadas, Grupo Trofa; C2 Capital Partners, Grupo Germano de Sousa, Grupo Affidea, Grupo Sanfil Medicina, Grupo Joaquim Chaves, Clínicas Médicas, S.A.²²⁰. Das entidades convidadas, apenas a Multicare, a Médis, a MGEN, a Advancecare e o Grupo Lusíadas participaram no teste de mercado.²²¹

524. A avaliação conduzida pela AdC, bem como o próprio teste de mercado, resultaram na necessidade de a CUF introduzir, a 23 de janeiro, um conjunto de alterações (não estruturais) aos compromissos com vista a aumentar a sua eficácia e eficiência por um lado, e aumentar a salvaguarda de que respetiva execução não se encontraria exposta a determinadas categorias de riscos, por outro.²²²
525. A proposta que ora se avalia (7 de janeiro com as alterações introduzidas a 23 de janeiro) assenta num pacote integrado de medidas estruturais e comportamentais, complementado com mecanismos de reporte e monitorização.
526. Com vista a, em especial, eliminar/mitigar as preocupações jusconcorrenciais da AdC, nomeadamente:
- a eliminação de concorrência potencial pela substituição de uma entrada orgânica da CUF no Algarve através da aquisição do Grupo HPA; e
 - um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras, decorrente da integração do Grupo HPA. Este materializar-se-ia:
 - No reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional; e
 - Na extensão do poder negocial da CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (localizadas nas regiões do Algarve, RAM e Alentejo), originando uma uniformização (em alta) das condições comerciais praticadas, com potencial agravamento das condições oferecidas às entidades financiadoras (seguradoras).

A CUF apresentou um pacote de Compromissos que incluem dois Compromissos de natureza estrutural de desinvestimento e quatro Compromissos de natureza comportamental:

- (i) *1.º Compromisso de Desinvestimento*: com vista à introdução no mercado de um novo hospital, na região do Algarve, a ser operado por prestador de cuidados de saúde independente da CUF;

²²⁰ Respetivamente: S-AdC/2026/46, S-AdC/2026/45, S-AdC/2026/44, S-AdC/2026/49, S-AdC/2026/48, S-AdC/2026/37*47, S-AdC/2026/38, S-AdC/2026/39, S-AdC/2026/40, S-AdC/2026/43*59, S-AdC/2026/50, S-AdC/2026/42, S-AdC/2026/41.

²²¹ Respetivamente, E-AdC/2026/87, de 7.01, E-AdC/2026/249, de 16.01, E-AdC/2026/248, de 16.01, E-AdC/2026/269, de 19.01, E-AdC/2026/251, de 16.01.

²²² E-AdC/2026/374, de 23.01.

(ii) *2.º Compromisso de Desinvestimento*: Desinvestimento de um conjunto de ativos da rede CUF, aptos à prestação de cuidados de saúde privados;

(iii) *Compromissos Comportamentais*

- Manutenção de todas as condições comerciais entre, por um lado, seguradoras²²³ e subsistemas de saúde²²⁴, e, por outro HPA e restante rede CUF atualmente em vigor: oferecer a todas as seguradoras e subsistemas de saúde que tenham atualmente contratos em vigor com o HPA e restante rede CUF a manutenção de todas condições contratadas à data do *closing* da operação projetada, até ao termo do período de Compromissos, sujeitas apenas a atualizações anuais limitadas por um teto máximo;²²⁵
- Acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de *unbundling*: oferecer a todas as seguradoras a possibilidade de inclusão no seguro de qualquer unidade de saúde que integre a rede CUF, incluindo as unidades HPA, através da sua contratação separada e não subordinada;
- Limitação de aumentos de preços a utentes não segurados, sujeitos apenas a atualizações limitadas por um teto máximo;²²⁶
- Obrigações de transparência, comunicação, registo, reporte e monitorização, por Mandatário de Monitorização.

527. Segundo a Notificante, os Compromissos têm como objetivo primordial garantir que a operação projetada não se traduza em qualquer reforço de poder negocial da CUF na negociação com as seguradoras e subsistema de saúde, nomeadamente com impacto sobre preços contratados.

528. Mediante requerimento fundamentado da CUF, os Compromissos assumidos poderão sofrer alterações (nos termos e para os efeitos das Linhas de Orientação), sob a forma de revogação, substituição ou caducidade dos mesmos. Tal poderá ocorrer sempre que se verifique existir uma alteração superveniente das circunstâncias que fundamentaram a presente Decisão da AdC de não oposição.

²²³ Para os devidos efeitos, por “seguradora” entende-se qualquer entidade autorizada a operar no setor de seguros, que comercializam, direta ou indiretamente, contratos de seguro de saúde, e que inclui os denominados planos de saúde.

²²⁴ Para os devidos efeitos, por “subsistema de saúde” entende-se qualquer sistema de acesso a cuidados de saúde que contrate com os prestadores de cuidados de saúde privados a prestação de cuidados de saúde aos seus beneficiários. Excluem-se desta definição os subsistemas de saúde que tenham por base contratos de adesão.

²²⁵ Em concreto, as atualizações anuais não poderão exceder a média entre a taxa de variação do salário mínimo nacional e a taxa de inflação projetada para o ano subsequente.

²²⁶ *Idem.*

529. Procede-se, de seguida, a uma breve descrição de cada um dos Compromissos apresentados.

7.1. Compromissos Estruturais

7.1.1. 1.º Compromisso de Desinvestimento: com vista à introdução no mercado de um novo hospital, na região do Algarve, a ser operado por prestador de cuidados de saúde independente da CUF

530. Este primeiro Compromisso assume uma configuração de execução assente em três soluções possíveis, alternativas e temporalmente paralelas.

531. Em concreto, nos termos deste Compromisso, a CUF obriga-se a ceder a um Terceiro²²⁷ a sua posição contratual no CPCV celebrado com o **[Confidencial]** (cfr §126) com a finalidade expressa de construção de um novo hospital, com uma área mínima de 8.000 m², na região do Algarve pelo novo cessionário, competindo à CUF assegurar **[Confidencial]**.

532. Alternativamente à cessão de posição contratual – e de modo a **[Confidencial]** - a CUF poderá assumir, ela própria e diretamente, a respetiva construção do novo hospital na região do Algarve para subsequente desinvestimento a um Terceiro.

533. A decisão de avançar com a construção do Novo Hospital deve ser comunicada pela CUF à AdC no prazo máximo de **[Confidencial]** meses contados da presente Decisão da AdC de não oposição.

534. O Compromisso de construção de um novo hospital, por um Terceiro ou pela CUF, deverá ocorrer no prazo máximo de **[Confidencial]** anos contados da presente Decisão de não oposição.

535. Caso opte pela solução de construção para subsequente alienação a um Terceiro (§531), o Compromisso de desinvestimento deverá ocorrer no prazo máximo de **[Confidencial]** meses contados do termo da construção. Findo este prazo sem que o desinvestimento tenha ocorrido, a CUF obriga-se a contratar um Mandatário de Desinvestimento para, no prazo de **[Confidencial]** meses contados da aprovação do mandato pela AdC, proceder à alienação do novo hospital²²⁸.

536. Por sua vez, a todo o tempo ou como solução última derivada da inexecução do desinvestimento e construção de um novo hospital por um Terceiro (resultante da cessão da posição contratual) ou do desinvestimento do novo hospital por um Mandatário

²²⁷ Definido como "Qualquer prestador privado de cuidados de saúde ou acionista, incluindo do setor social, com reconhecidos know-how, capacidade e presença no setor, respetivamente, devendo ser detentor de todas as licenças necessárias para operar, recursos financeiros e de pessoal, sem relação de controlo (na aceção da Lei da Concorrência) ou dependência face ao grupo CUF (nomeadamente financeira, não podendo a CUF atuar como financiador direto ou indireto)."

²²⁸ Os termos concretos para seleção do Mandatário encontram-se no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão.

(resultante da CUF ter assegurado diretamente a construção para subsequente alienação) a CUF obriga-se a vender a um Terceiro **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico**].

537. O eventual desinvestimento do **[de outro Hospital em Portugal]** compreende uma alteração de controlo e a alienação de uma sociedade ou de ativos geradores de um volume de negócios²²⁹, i.e., a atividade futura explorada pela CUF com essa sociedade ou ativos **[Confidencial]**.²³⁰
538. O Compromisso de desinvestimento do **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico]** deverá ocorrer até **[Confidencial]** meses contados do termo do prazo de desinvestimento do novo hospital pelo Mandatário de Desinvestimento. Caso tal não ocorra, o desinvestimento será realizado pelo Mandatário de Desinvestimento²³¹ em prazo que não poderá exceder **[Confidencial]**.
539. Daqui decorre que (i) ou se verifica a construção de um novo hospital por Terceiro/construção de um novo hospital pela CUF e sucessiva alienação a Terceiro, ambos dentro do prazo previsto; ou (ii) a CUF fica obrigada a alienar o **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico]**, podendo fazê-lo a todo o tempo.
540. Seja diretamente, ou com recurso a Mandatário de Desinvestimento, a identidade do cessionário ou do comprador deverá ser previamente aprovada pela AdC antes da conclusão do desinvestimento

7.1.2. 2.º Compromisso de Desinvestimento: Desinvestimento de um conjunto de ativos da rede CUF, aptos à prestação de cuidados de saúde

541. Paralelamente ao 1.º Compromisso de desinvestimento, a CUF obriga-se a alienar a um, ou a mais, Terceiro(s) um conjunto de ativos ou sociedades da sua rede e grupo atuais, aptos para a prestação de cuidados de saúde privados²³², localizados preferencialmente nas zonas concorrenciais de Lisboa ou Porto, e que tenham gerado no ano de 2025, de acordo com as contas que venham a ser auditadas e certificadas para o exercício em curso, um volume de negócios combinado, no mínimo, de **[>15]** milhões de euros.
542. Entende a CUF que os ativos que integrem a lista (alguns dos quais identificados no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão) representam um elevado potencial

²²⁹ Conceitos contidos na Lei da Concorrência.

²³⁰ I.e., ativos corpóreos ou incorpóreos necessários para a prossecução de uma atividade de prestação de cuidados de saúde. Pretende-se, na prática, garantir que um comprador possa, querendo, operar aqueles ativos de forma imediata e desenvolver a mesma atividade até aí exercida pela CUF.

²³¹ Os termos concretos para seleção do Mandatário encontram-se no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão.

²³² Nos mesmos termos do §536 e nota de rodapé 228.

Versão Pública

para um Terceiro que queira entrar ou expandir a sua rede. Em concreto, de acordo com a Notificante, estão em causa unidades relativamente autónomas, em pleno funcionamento, geradoras de volumes de negócios relevantes (entre **[1 e 25]** milhões de euros), com potencial de crescimento, com quadro de pessoal adequado, algumas com bloco e internamento.

543. Por outro lado, o compromisso estabelece que “[**Confidencial**].”
544. O Compromisso de desinvestimento de Ativos CUF deverá ocorrer durante um prazo de **[Confidencial]** meses contados da notificação da presente Decisão da AdC de não oposição. Findo este prazo sem que o desinvestimento tenha ocorrido, a CUF obriga-se a contratar um Mandatário de Desinvestimento para, no prazo de **[Confidencial]** meses contados da aprovação do mandato pela AdC, proceder à alienação dos ativos CUF²³³.
545. Mais se prevê que no caso de ocorrerem **[Confidencial]**.
546. Seja diretamente ou com recurso a Mandatário de Desinvestimento, identidade do comprador deverá ser previamente aprovada pela AdC antes da conclusão do desinvestimento.

7.2. **Compromissos Comportamentais**

547. Até ao término do período de execução dos Compromissos de desinvestimento acima referidos, a CUF obriga-se aos *Compromissos comportamentais* que se seguem.

7.2.1. **Compromisso de manutenção em vigor de todas condições comerciais atuais entre seguradoras e subsistemas de saúde (por um lado) e HPA e restante rede CUF (por outro)**

548. Nos termos deste Compromisso, a CUF obriga-se a oferecer a todas as seguradoras/ subsistemas de saúde, que tenham atualmente contratos em vigor com o HPA e restante rede CUF, a manutenção de todas as condições contratadas em vigor à data do *closing* da operação projetada.
549. As condições contratadas atualmente em vigor ficarão apenas sujeitas a atualizações anuais, indexadas e limitadas à média entre a taxa de variação do salário mínimo nacional²³⁴ e a taxa de inflação²³⁵ projetada para o ano subsequente.

²³³ Os termos concretos para seleção do Mandatário encontram-se no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão.

²³⁴ De acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro).

²³⁵ De acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal.

550. Deste modo, segundo a Notificante, na proposta de revisão anual a negociar com essas seguradoras/subsistemas de saúde, a CUF compromete-se a considerar um valor máximo de atualização correspondente a um indexante de aumento de custos, pelo que, entende, não haverá qualquer alteração para as seguradoras/subsistemas de saúde das condições contratadas antes da operação em resultado da transação projetada, com exceção da atualização indicada e necessária para compensar o aumento de custos.

7.2.2. Compromisso de acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de unbundling

551. A CUF compromete-se a conceder a qualquer seguradora/subsistema de saúde a possibilidade de acesso pleno à rede CUF e HPA. Esta possibilidade poderá ser sob forma de contratação isolada/separada/desagregada, e não se encontra subordinada (ou condicionada) à dimensão da seguradora/subsistema de saúde, número de utentes segurados abrangidos ou número de unidades de saúde da rede CUF incluídas na cobertura oferecida.
552. Em complemento, a CUF obriga-se a não aplicar condições comerciais diferenciadas, descontos de *bundle*, portefólio ou quantidade, em função da contratação conjunta ou separada das unidades de saúde disponíveis de toda a rede CUF, mantendo-se inalterado o preço individual de cada unidade ("*unbundling total*").²³⁶
553. Para efeitos de cumprimento do presente Compromisso, a CUF obriga-se a comunicar a cada seguradora/subsistema de saúde, até ao mês de setembro do exercício anual a que respeitam, a proposta de aumento anual global das condições comerciais em vigor, para as unidades CUF e HPA, com menção expressa de que inexistem qualquer obrigação de contratação mínima ou qualquer desconto de *bundle*, portefólio ou quantidade pela contratação de mais do que uma unidade de saúde.

²³⁶ De acordo com a CUF, o preço da contratação de um conjunto de unidades de saúde corresponderá assim, exatamente, à soma dos preços individuais de cada unidade. Deste modo, entende, qualquer negociação que possa ter lugar com as seguradoras em momento posterior àquela proposta de comunicação traduzir-se-á sempre e necessariamente num preço que apenas pode ser inferior ao preço controlado comunicado e mais vantajoso para as seguradoras e nunca terá qualquer impacto sobre as condições atualmente contratadas com o HPA.

7.2.3. Compromisso de limitação de aumentos de preços a utentes não segurados²³⁷

554. Esta obrigação traduz-se numa proibição de aumento dos preços de tabela HPA para o utente não segurado em montante superior à média entre a taxa de variação do salário mínimo nacional²³⁸ e a taxa de inflação²³⁹ projetada para o ano subsequente.

7.2.4. Nomeação de Mandatário de Monitorização e reporte à AdC

555. Para efeitos de monitorização dos Compromissos Comportamentais, a CUF obriga-se a, no prazo de 9 meses contados da presente Decisão de não oposição da AdC, contratar um Mandatário de Monitorização²⁴⁰.

556. Para os devidos efeitos e até ao termo dos Compromissos, o Mandatário de Monitorização apresentará à AdC relatórios de monitorização anual. Sem prejuízo de outras prerrogativas atribuídas à AdC no âmbito do acompanhamento do cumprimento dos Compromissos comportamentais, o mesmo Mandatário enviará diretamente à AdC, com uma periodicidade anual, um relatório escrito contendo um conjunto mínimo de informações, umas e outras mais bem indicadas no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão.

7.3. Avaliação dos Compromissos

557. Conforme referido acima, o objetivo primordial dos compromissos é o de garantir que a operação projetada não se traduz em qualquer reforço de poder negocial da CUF na negociação com as seguradoras/subsistemas de saúde, bem como responder à eliminação de concorrência potencial.

558. Para o efeito, o “pacote” apresentado advoga, primeiramente, uma alteração estrutural ao nível da oferta na região do Algarve e noutras partes do território nacional, com a introdução no mercado de um novo hospital independente da CUF naquela região e o desinvestimento de um conjunto de ativos da rede CUF para a prestação de cuidados de saúde, complementada, em segundo lugar, com um regime de pleno acesso e de *unbundling* para toda a rede (e não apenas para o HPA), acrescido de um *price-cap* nas tabelas de preços do

²³⁷ Definidos como “*Utentes que não possuem qualquer tipo de seguro de saúde ou beneficiem de subsistema alternativo ou outro plano de saúde*”.

²³⁸ De acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro).

²³⁹ De acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal.

²⁴⁰ Os termos concretos para seleção do Mandatário encontram-se no Documento de Compromissos em anexo a esta Decisão.

HPA e restante rede CUF (não só nos preços negociados com as seguradoras/subsistemas de saúde, mas também para clientes não segurados).

559. Regra geral, os compromissos classificam-se em dois grandes grupos: i) Compromissos com impacto direto na estrutura de mercado (ou compromissos de natureza *estrutural*), em regra de execução instantânea ou num prazo curto; e ii) Compromissos que limitam a conduta das empresas participantes no mercado e, em particular, das empresas participantes na operação de concentração, em regra de duração contínua (ou compromissos de natureza *comportamental*).
560. De acordo com as Linhas de Orientação sobre Compromissos da AdC (“Linhas de Orientação” ou “LO”)²⁴¹, os *“compromissos de natureza estrutural traduzem-se, quando cumpridos, numa alteração da organização do mercado e correspondem, na maior parte dos casos, à alienação de ativos ou conjuntos de ativos, os quais, em regra, correspondem a empresas – i.e., conjuntos organizados de fatores de produção – com os respetivos ativos corpóreos e incorpóreos, em seguida por vezes tratados na ótica da respetiva função, ou seja, com referência à respetiva atividade.”*²⁴²
561. *“Com este tipo de compromissos [estrutural] visa-se preservar as condições estruturais de concorrência que se verificariam na ausência da operação de concentração, evitando-se, ao menos parcialmente, a perda de rivalidade concorrencial que resultaria da referida operação de concentração, ponderados os ganhos de eficiência resultantes da operação, na medida em que os ativos, ao serem adquiridos por uma entidade independente das partes na concentração, são suscetíveis de criar as condições para o aparecimento de um novo concorrente ou para a expansão dos concorrentes existentes.”*²⁴³
562. Já os compromissos de natureza *comportamental* *“propõem-se influenciar a conduta das empresas participantes no mercado e, em particular, das empresas participantes na operação de concentração, atuando ao nível da capacidade e dos incentivos destas empresas.”*²⁴⁴
563. Para efeitos da presente operação, recorda-se que o pacote de Compromissos apresentado pela CUF é composto por 2 (dois) compromissos estruturais e por 4 (quatro) compromissos comportamentais.

²⁴¹ De 28 de julho de 2011. Disponível em:

https://www.concorrenca.pt/sites/default/files/Comunicado201109_DOC_2-Linhas_de_Orientacao.pdf

²⁴² Linhas de Orientação, §58

²⁴³ Idem, §59.

²⁴⁴ *Ibidem*, §93.

7.3.1. Análise de Eficácia e de Risco

564. A análise ao pacote de Compromissos, e a sua adequação ao caso concreto, tem por base a observância de um conjunto de parâmetros explicitados nas Linhas de Orientação²⁴⁵:

- a) Eficácia – Os Compromissos devem ser suscetíveis de eliminar as preocupações concorrenciais identificadas. No âmbito da eficácia, deve ter-se igualmente em consideração a necessária exequibilidade dos Compromissos, avaliando-se a respetiva suscetibilidade de implementação e monitorização. No âmbito da eficácia, apenas se aceitam Compromissos que apresentem um elevado grau de certeza quanto aos efeitos pretendidos, garantindo o afastamento das preocupações identificadas, o que implica a análise de eventuais riscos e a redução dos riscos identificados a um nível que seja considerado aceitável pela AdC;
- b) Eficiência – Os Compromissos devem corresponder à solução com menores custos, de entre aquelas que são suscetíveis de eliminar as preocupações concorrenciais identificadas. São, assim, tidos em conta eventuais custos de distorção dos mercados que resultem, em particular, da implementação de Compromissos comportamentais;
- c) Proporcionalidade – Os Compromissos devem corresponder ao necessário, de forma a permitir eliminar as preocupações concorrenciais identificadas.

565. Por sua vez, e para além de atender aos 3 parâmetros indicados, a avaliação dos compromissos deverá concluir se a respetiva execução está salvaguardada contra determinadas categorias de riscos.

566. De acordo com as Linhas de Orientação, a execução de compromissos *estruturais* deve estar salvaguardada de três categorias de riscos²⁴⁶:

- a) Riscos de composição – riscos decorrentes do facto de o conjunto de ativos ou empresas a desinvestir ser demasiado limitado ou não ser apropriado para atrair um adquirente adequado, ou ainda não permitir a um adquirente operar de forma eficiente e viável no mercado;
- b) Riscos ligados ao adquirente – riscos de que não se encontre disponível um adquirente adequado, ou que os bens desinvestidos sejam alienados a um adquirente desadequado;
- c) Riscos inerentes aos ativos – riscos de que a capacidade concorrencial dos ativos ou das empresas a desinvestir se deteriore antes da respetiva alienação, por exemplo em resultado da perda de clientes ou de trabalhadores.

²⁴⁵ Ibidem, §22ss

²⁴⁶ Ibidem, §28ss

567. Já a execução de compromissos *comportamentais* deve estar salvaguardada de quatro categorias de riscos²⁴⁷:

- a) Os riscos de especificação decorrem *"da insuficiente clareza de especificação dos compromissos, ao ponto de os mesmos levantarem sérias dúvidas de interpretação para efeitos de execução ou monitorização"*.
- b) Entende-se por risco de contorno o *"risco decorrente do facto de a limitação da conduta das empresas participantes na operação, que resulta de determinados compromissos comportamentais, ser suscetível de redundar em outras formas de conduta adversa que não se encontravam previstas e restringidas pelos compromissos"*.
- c) Entendem-se por riscos de distorção, os *"riscos decorrentes do facto de determinados compromissos comportamentais serem suscetíveis de criar distorções no mercado, com impacto na respetiva eficácia, custos ou proporcionalidade"*.
- d) Riscos de monitorização e de incumprimento – ainda que os compromissos estejam suficientemente bem especificados, ao ponto de não serem suscetíveis de levantar dúvidas de interpretação, os mesmos podem estar sujeitos a riscos de monitorização, atendendo, em particular, ao volume e complexidade da informação requerida no processo de monitorização, à existência de problemas de assimetria de informação e ao período temporal alargado em que os mesmos são aplicados.

568. Neste sentido, apenas se o pacote de compromissos observar os parâmetros de eficácia, eficiência e proporcionalidade e a respetiva execução estiver suficientemente salvaguardada dos riscos identificados, poderá a AdC considerá-los suscetíveis de afastar/mitigar suficientemente as preocupações identificadas em sede de avaliação jusconcorrencial.

7.3.2. Avaliação

569. Conforme resulta acima, os compromissos apresentados pretendem responder às preocupações jusconcorrenciais da AdC, nomeadamente:

- a eliminação de concorrência potencial pela substituição de uma entrada orgânica da CUF no Algarve pela aquisição do Grupo HPA; e
- um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras/subsistemas de saúde, decorrente da integração do Grupo HPA. Este materializar-se-ia:
 - No reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional; e
 - Na extensão do poder negocial da CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (localizadas nas regiões do Algarve, RAM e Alentejo), originando uma uniformização (em alta) das condições comerciais praticadas, com potencial

²⁴⁷ Idem, §40ss.

agravamento das condições oferecidas às entidades financiadoras (seguradoras/subsistemas de saúde).

570. Feito este enquadramento, procede-se, ora, à análise do pacote de compromissos apresentado pela Notificante nos termos indicados acima (cfr. §§563-566), que, conforme já referido, é composto por 2 compromissos estruturais, complementados por 4 compromissos comportamentais.
571. Conforme se referiu, apenas a Multicare, a Médis, a MGEN, a Advancecare e o Grupo Lusíadas responderam ao teste de mercado. Destas, apenas a Advancecare e o Grupo Lusíadas apresentaram observações desenvolvidas, com as restantes a manifestarem não oposição aos compromissos propostos ou a absterem-se de os comentar.
572. Por razões de clareza expositiva, a análise incidirá, não sobre cada compromisso individualmente, mas sobre cada um dos dois problemas jusconcorrenciais identificados – i.e., a eliminação da concorrência potencial e o reforço do poder negocial da CUF (tanto na sua dimensão agregada como ao nível da extensão do poder negocial das CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA) – avaliando-se, em cada caso e tomando em conta as observações que resultaram do teste de mercado, de que forma o conjunto de compromissos apresentados pela Notificante contribui para a sua mitigação/eliminação.

7.3.2.1. Eliminação de concorrência potencial

573. A fim de eliminar a preocupação da AdC resultante da *eliminação de concorrência potencial*, a CUF assume um compromisso de desinvestimento com vista à introdução no mercado de um novo hospital, na região do Algarve, a ser operado por prestador de cuidados de saúde independente da CUF (1.º compromisso de desinvestimento).
574. Conforme exposto acima, a respetiva execução implica (i) a construção de um novo hospital por Terceiro/construção de um novo hospital pela CUF e sucessiva alienação a Terceiro, ambos dentro do prazo previsto; ou (ii) a alienação do **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico**, podendo fazê-lo a todo o tempo.
575. Em sede de teste de mercado, a Advancecare considerou que o modo como este compromisso é descrito suscita dúvidas sobre se a solução que dele resultar constituirá uma real alternativa à CUF/HPA. Em particular entende ser deficiente a explicação sobre (i) a localização da construção do Novo Hospital (Algarve noutra região); (ii) possibilidade de o Novo Hospital vir a ser explorado pela CUF; (iii) os prazos para cumprimento do compromisso; (iv) as valências de que beneficiará.
576. Por sua vez, o Grupo Lusíadas considera que o compromisso em questão é caracterizado por:
- i. Prazos incertos e inadequados – a construção e licenciamento de uma nova unidade hospitalar é um processo moroso, agravado por prorrogações sucessivas que diluem a tempestividade do remédio;

Versão Pública

- ii. Ausência de garantias quanto ao adquirente – o Pacote de Compromissos não identifica previamente um adquirente nem assegura que existam terceiros com o know-how, capacidade financeira e licenças necessárias para operar;
 - iii. Inadequação do ativo a alienar – o Novo Hospital (ou posição contratual no CPCV) não permite a um terceiro concorrer eficazmente com o HPA, face às características do HPA e respetiva posição na região do Algarve, bem como face aos efeitos resultantes da efetiva combinação com o Grupo CUF;
 - iv. Irrelevância do compromisso subsidiário – a alienação de “outro Hospital em Portugal” (presumivelmente fora do Algarve) não responde ao foco das preocupações regionais identificadas pela AdC.
577. Não obstante as preocupações legítimas da Advancecare e do Grupo Lusíadas, a AdC considera que a grande maioria das mesmas decorrem de uma assimetria de informação entre a versão confidencial dos compromissos e a versão não confidencial que foi submetida ao teste de mercado. Neste sentido, as dúvidas da Advancecare e do Grupo Lusíadas relativamente à solução preconizada para responder à *eliminação de concorrência potencial* já se encontram devidamente ponderadas no pacote de compromissos sob avaliação.
578. De facto, esta solução tripartida alternativa oferece suficientes garantias de que, tudo o resto constante e num prazo máximo de **[Confidencial – estratégico]** anos^{248,249} é assegurada a entrada ou a expansão na prestação de cuidados de saúde hospitalares no Algarve pelo mesmo número de unidades privadas que se encontrariam ativas no cenário contrafactual em que a CUF entraria de forma orgânica neste mercado (*Eficácia*).²⁵⁰
579. Por outro lado, as soluções em hipótese permitem à CUF optar por aquela que mais vai ao encontro dos seus interesses (*Proporcionalidade*), sem, contudo, comprometer o parâmetro de *Eficiência*, já que o risco pela inexecução/execução tardia do compromisso – traduzida no Terceiro incumprir (ou cumprir com atraso) a obrigação de construir o hospital, ou a própria CUF não o fazer – é assumida pela Notificante e poderá redundar, no limite, na alienação, a

²⁴⁸ Soma de **[Confidencial – estratégico]** anos (construção do hospital), **[Confidencial – estratégico]** ano [desinvestimento do hospital pela CUF (**[Confidencial – estratégico]** meses) ou por Mandatário (**[Confidencial – estratégico]** meses)], **[Confidencial – estratégico]** meses [desinvestimento **[de outro Hospital em Portugal]** pela CUF (**[Confidencial – estratégico]** meses) ou por Mandatário (**[Confidencial – estratégico]** meses)].

²⁴⁹ Salvo prorrogações excecionais e devidamente fundamentadas.

²⁵⁰ É este o objetivo de um compromisso que responda a uma preocupação de eliminação de concorrência potencial, e não, como refere o Grupo Lusíadas (cfr. §576iii acima), que o futuro adquirente esteja em condições de concorrer eficazmente com a entidade resultante da concentração.

todo o tempo²⁵¹, da **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico][Confidencial – estratégico]**.

580. Neste sentido, entende-se que os parâmetros de Eficácia, Eficiência e Proporcionalidade encontram-se devidamente preenchidos.
581. Passando à necessidade de salvaguarda dos riscos de composição, do adquirente e inerentes aos ativos (§566) relativamente à execução do compromisso, tem-se que os mesmos não se verificam²⁵², ou são mitigados.
582. Em primeiro lugar, está-se perante uma *obrigação de resultado*, pelo que sobre a Notificante CUF impende uma obrigação de cumprimento integral dos compromissos nos termos e nos prazos assumidos, sob pena de reversão da operação.
583. Em segundo lugar, se estiverem em causa as opções alternativas de cessão de posição contratual de um terreno habilitado para construção de um hospital ou de a CUF construir o imóvel para posterior alienação, o Terceiro cessionário/adquirente terá todas as possibilidades para adaptar o projeto final de hospital de acordo com as suas preferências, ao invés de lhe ser “imposta” uma determinada configuração.
584. Em qualquer um dos casos, ao Terceiro é apresentada uma oportunidade de passar a operar uma unidade de saúde na região do Algarve com a dimensão, pelo menos, de dimensão relevante. Neste sentido, entende-se que os *riscos de composição* são, pelo menos, mitigados.
585. Relativamente aos *riscos ligados ao adquirente*, importa referir dois aspetos. Em primeiro lugar, a definição de “Terceiro”²⁵³ oferece suficientes garantias de que se trata de uma entidade, independente da CUF, apta a prestar cuidados de saúde privados e com capacidade (financeira e técnica) para o fazer. Em segundo lugar, e em qualquer circunstância, a AdC terá poder para (in)validar a escolha da CUF ou do Mandatário, pelo que, no limite, o risco para a execução do compromisso ligado ao adquirente encontra-se suficientemente mitigado.
586. Igualmente, relativamente à terceira solução alternativa de desinvestimento do **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico]**, a AdC considera que da sua eventual execução não decorrem eventuais riscos de composição, de adquirente ou inerentes aos ativos.
587. Desde logo, trata-se do **[de outro Hospital em Portugal] Confidencial – estratégico]** e com **[Confidencial – estratégico]**. Por outro lado, a sua alienação incluiria todos os ativos

²⁵¹ E não apenas a título subsidiário, como refere o Grupo Lusíadas (§576.iv)

²⁵² No caso concreto das soluções de cessão de posição contratual ou da construção do hospital pela CUF para posterior alienação, a avaliação do risco inerente aos ativos não se coloca uma vez que o hospital ainda não se encontra construído, pelo que o seu valor não corre risco de deterioração.

²⁵³ Nota de rodapé 225 .

corpóreos e incorpóreos que lhes estão associados e que o capacitam de exercer a atividade para a qual existe (*riscos de composição, de adquirente*)²⁵⁴.

588. Em terceiro lugar, a eventualidade de vir a configurar-se, no limite, como solução de último recurso para a execução deste compromisso – **[Confidencial – estratégico]** – coloca uma pressão não desprecianda sob a CUF para optar por uma das duas outras soluções ou **[Confidencial]**.
589. Em face do exposto, entende a AdC que o 1.º compromisso de desinvestimento permite eliminar/mitigar as preocupações jusconcorrenciais derivadas da eliminação de concorrência potencial no Algarve.

7.3.2.2. Um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras/subsistemas de saúde, decorrente da integração do Grupo HPA

590. Como se referiu acima, esta preocupação da AdC resultante da operação de concentração tal como notificada, i.e., sem ter em conta o pacote de compromissos agora em análise, materializar-se-ia sob duas formas: (i) no reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional; e (ii) na extensão do poder negocial da CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (nas regiões do Algarve, da RAM e Alentejo), originando uma uniformização (em alta) das condições comerciais praticadas, com potencial agravamento das condições oferecidas às entidades financiadoras (seguradoras/subsistemas de saúde).
591. Avalia-se, de seguida, em que medida os compromissos propostos pela CUF eliminam/mitigam estas preocupações.

7.3.2.2.1. Reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional

592. A fim de eliminar esta preocupação, a CUF compromete-se (i) ao 1.º compromisso de desinvestimento analisado atrás; e, (ii) a desinvestir um conjunto de ativos da rede CUF, aptos à prestação de cuidados de saúde (2.º compromisso de desinvestimento). Estes compromissos estruturais são, até à sua plena concretização, complementados por compromissos de natureza comportamental, nomeadamente: (iii) a manutenção de todas as condições comerciais atualmente em vigor entre as seguradoras/subsistemas de saúde e HPA e restante rede CUF; e (iv) a possibilidade de acesso à totalidade da rede CUF e HPA em condições de *unbundling*.
593. Importa salientar que, para responderem às preocupações da AdC, estes compromissos devem ser executados de forma complementar, integrada como um todo, e não

²⁵⁴ Nota de rodapé 228

autonomamente. E é nessa perspetiva que a avaliação sobre a sua (in)adequação para responder às preocupações jusconcorrenciais da AdC será conduzida, sem prejuízo de uma análise individual de cada um.

594. Conforme resulta da avaliação jusconcorrencial, ainda que não se verifique uma sobreposição geográfica entre as unidades das Partes, a aquisição do grupo HPA pela CUF é suscetível de reforçar o poder negocial desta última.
595. Com efeito, e tal como referido anteriormente, considerando que as negociações com as entidades financiadoras decorrem, tipicamente, de forma bilateral, com âmbito nacional e com periodicidade anual, a operação poderá originar uma alteração do valor da *outside option* das entidades financiadoras relativamente à da entidade resultante da operação. Tal corresponde a uma deterioração da posição económico-financeira das entidades financiadoras num cenário de desacordo contratual, enfraquecendo, assim, a sua posição negocial.
596. Tal decorre do facto de, no cenário pós-operação, a CUF, que já assume um papel indispensável para as entidades financiadoras, reforçar essa mesma posição, tendo em conta, designadamente, a sua dimensão no contexto nacional, bem como a sua capilaridade e a posição de liderança do Grupo HPA nas regiões onde atua,
597. Adicionalmente, os elementos, recolhidos no âmbito da investigação de mercado, apontam para uma maior substituibilidade do lado da procura entre produtos de cobertura complementar de saúde do que entre prestadores privados de cuidados de saúde hospitalar o que, como referido, num cenário hipotético de desacordo entre o Grupo CUF e as entidades financiadoras resulta num impacto assimétrico sobre as *outside options* de cada uma das contrapartes, traduzindo-se num reforço do poder negocial da CUF face às entidades financiadoras e potenciando, conseqüentemente, um aumento dos preços negociados entre a CUF e essas entidades.
598. Sobre o conjunto de compromissos apresentados para responder as estas preocupações, a Advancecare e o Grupo Lusíadas salientaram, em sede de teste de mercado, o seguinte:²⁵⁵
599. Sobre o 2.º compromisso estrutural de alienação de Ativos CUF, a Advancecare entende que a informação disponibilizada na versão não confidencial dos compromissos não permite esclarecer: (i) quais os Ativos CUF a alienar e a quem; (ii) a sua localização; (iii) que serviços prestam; (iv) quais os prazos para o cumprimento do compromisso; e (v) que preocupações jusconcorrenciais fundamentam a adoção deste compromisso.
600. Sobre o mesmo 2.º Compromisso e a sua capacidade para, com elevado grau de certeza, eliminar as preocupações jusconcorrenciais identificadas pela AdC, o Grupo Lusíadas manifesta dúvidas. Em particular por (i) os ativos a alienar não se situarem no Algarve

²⁵⁵ Nota: considerando que o conjunto de compromissos destinado a responder a esta teoria de dano inclui o 1.º compromisso de desinvestimento), já analisado atrás na secção relativa à eliminação de concorrência potencial (§§573ss), a AdC dispensa a repetição das observações da Advancecare e do Grupo Lusíadas sobre o mesmo.

Versão Pública

(região que permite à CUF beneficiar dos efeitos unilaterais associados à aquisição do HPA);
(ii) o volume de negócios a alienar ser reduzido, não constituindo, por isso, uma garantia de que a sua alienação constitua uma alternativa competitiva credível.

601. À semelhança das observações da Advancecare e do Grupo Lusíadas sobre os compromissos destinados a responder à eliminação de concorrência potencial, também na sua apreciação a este 2.º compromisso de desinvestimento – bem como aos compromissos comportamentais que o complementam –, e não obstante a legitimidade das suas preocupações, a AdC considera que a grande maioria das mesmas decorre de uma assimetria de informação entre a versão confidencial dos compromissos e a versão não confidencial submetida ao teste de mercado.
602. Neste sentido, as dúvidas da Advancecare e do Grupo Lusíadas relativamente à solução preconizada para responder ao *reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional* já se encontravam, na sua grande maioria, devidamente contempladas no pacote de compromissos sob avaliação.
603. Nestas circunstâncias, e na medida em que a presente operação de concentração poderá resultar num reforço do poder negocial da CUF, suscetível de gerar efeitos adversos ao longo da cadeia de valor, com eventuais repercussões, em última instância, nos beneficiários finais dos cuidados de saúde, os compromissos de desinvestimento, complementados com as medidas comportamentais indicadas constituem um pacote uno de soluções suficientemente *eficaz, eficiente e proporcional*.
604. As soluções propostas são eficazes, eficientes e proporcionais na medida em que, em primeiro lugar, permitem reduzir o portefólio da entidade resultante da operação em cerca de 3 p.p. a nível nacional (recorde-se que a quota do HPA a nível nacional pré-operação é de cerca de **[5-10]**%²⁵⁶).²⁵⁷
605. Em segundo lugar, permitem que outro(s) operador(es) entrem/reforcem a sua posição no mercado da prestação de cuidados de saúde em várias regiões do território nacional, incluindo no Algarve, reequilibrando o poder negocial da CUF pós-operação face às seguradoras.
606. Em terceiro lugar, em conjugação com o 1.º compromisso de desinvestimento (v. §§573ss), o 2.º compromisso de desinvestimento de um conjunto de ativos da rede CUF, aptos à prestação de cuidados de saúde oferece suficientes garantias, pelo que as considerações de adequação feitas para o 1.º compromisso de desinvestimento são replicáveis para este 2.º compromisso de desinvestimento.

²⁵⁶ §95 e Tabela 5.

²⁵⁷ Segundo a CUF, *uma leitura conjugada do conjunto dos compromissos permite concluir que a CUF está a assumir obrigações que representam uma faturação combinada entre [...] milhões de euros (alienação de ativos próprios, do novo hospital ou do [de outro Hospital em Portugal], complementada com as obrigações de congelamento de preços).*” (E-AdC/2026/374 de 23.01, §21).

607. De facto, trata-se de um conjunto de unidades de saúde CUF relativamente autónomas, localizadas (preferencialmente) em Lisboa e Porto, em pleno funcionamento, com potencial de crescimento e munidas das necessárias valências para continuarem a atuar em mercado²⁵⁸.
608. A circunstância de a CUF não identificar concretamente os ativos em causa, mas apenas indicar que, no seu conjunto, representam um volume de negócios combinado mínimo de **[>15]** milhões de euros não expõe a sua execução a riscos de composição, ligados ao adquirente ou inerentes aos ativos.
609. Desde logo, porque configura uma obrigação de resultado por meio da qual a CUF se compromete a um desinvestimento num determinado montante mínimo. Em segundo lugar, sem prejuízo da definição concreta dos ativos que vierem a integrar o conjunto a alienar ficar na disponibilidade da CUF, o compromisso já identifica 5 unidades de saúde que (individual ou conjuntamente) dele farão parte. Em terceiro lugar, o compromisso prevê que **[Confidencial – estratégico]**.
610. Neste sentido, sem prejuízo de a CUF dispor de uma ampla liberdade para definir os ativos em concreto, a obrigação de resultado condiciona-a fortemente. E este condicionamento será ainda mais acentuado se se atender a que o prazo máximo para executar o compromisso é de **[Confidencial – estratégico]** meses sobre a decisão da AdC.
611. Por outro lado, a execução do compromisso encontra-se salvaguardada de riscos ligados ao adquirente e inerentes aos ativos. Quanto ao primeiro, para **[Confidencial – estratégico]**, a CUF admite vender os ativos a um Terceiro (tal como definido acima) **[Confidencial – estratégico]**. Ademais, e em qualquer circunstância, a AdC terá poder para (in)validar a escolha da CUF ou do Mandatário, pelo que, no limite, o risco para a execução do compromisso ligado ao adquirente encontra-se suficientemente mitigado.
612. Quanto ao segundo (riscos inerentes aos ativos) a eventualidade de vir a configurar-se, no limite, como solução de último recurso para a execução deste compromisso - **[Confidencial – estratégico]** - coloca uma pressão não despidianda sob a CUF para alienar quanto antes²⁵⁹ estes ativos e nas melhores condições de mercado.
613. Feita a avaliação dos dois compromissos estruturais, passa-se agora à avaliação dos compromissos *comportamentais* que complementarão a execução dos primeiros.
614. Conforme dito acima, até ao término do período de execução dos Compromissos de desinvestimento acima referidos, a CUF obriga-se aos *Compromissos comportamentais*, em concreto, à manutenção em vigor de todas as condições comerciais atuais entre seguradoras/subsistemas de saúde por um lado e o HPA e a rede CUF por outro, e ao acesso

²⁵⁸ Nota de rodapé 228.

²⁵⁹ E que deverá ocorrer, no prazo máximo de **[Confidencial – estratégico]** sobre a Decisão da AdC (**[Confidencial – estratégico]** meses pela CUF e **[Confidencial – estratégico]** meses através do Mandatário de Desinvestimento).

Versão Pública

a toda a rede CUF e HPA em condições de *unbundling*. Estes últimos têm, assim, como propósito assegurar que, até à execução completa dos dois desinvestimentos, a CUF vê o reforço do seu poder negocial que resulta da operação de concentração consideravelmente mitigado.

615. E neste contexto, a execução dos compromissos permite mitigar o reforço do poder negocial da CUF e das unidades HPA, uma vez que mantém, ainda que temporariamente até ao fim dos compromissos estruturais, inalterado o poder negocial face às entidades financiadoras, com as respetivas condições comerciais vigentes à data pré-operação, com exceção de uma atualização anual e baseada em dados objetivos, mensuráveis e independentes da vontade da CUF para compensar o aumento de custos²⁶⁰, e, por outro, assegurar que a nenhuma seguradora/subsistemas de saúde, que tenha contratos com estas entidades, é vedado ou condicionado o acesso às redes CUF ou HPA.
616. Sobre a questão da duração dos compromissos comportamentais, entende a Advancecare que a indexação da vigência destes à execução dos compromissos estruturais pode não ser a solução mais adequada uma vez que os compromissos estruturais devem ter um prazo de execução curto e estes comportamentais em concreto deveriam manter-se em vigor até que as condições de mercado se alterem em termos de voltar a ser possível a fixação de um preço competitivo e de mercado.
617. Sobre o mesmo tema, também o Grupo Lusíadas argumenta que após a cessação do referido período, a CUF terá total liberdade para negociar com as seguradoras sem qualquer limitação, numa posição de mercado reforçada e enquanto principal operador nacional, com vantagens face aos grupos de saúde de menos dimensão. Esta configuração temporal suscita dúvidas de conformidade com as Linhas de Orientação, as quais exigem que os remédios eliminem de forma permanente – e não meramente transitória – as preocupações concorrenciais.
618. Sobre os compromissos comportamentais e a sua duração, será de recordar que, para responderem às preocupações da AdC, os mesmos devem ser executados de forma complementar aos compromissos estruturais, devendo ser avaliados como um todo, e não autonomamente.
619. Ora, e como se afirmou, os compromissos comportamentais têm como propósito assegurar que, até à execução completa dos dois desinvestimentos, a CUF vê o reforço do seu poder negocial, que resulta da operação de concentração, pelo menos, consideravelmente mitigado. Por sua vez, e após o seu término, a execução conjunta da totalidade do pacote (compromissos estruturais e comportamentais), terá contribuído para que o exercício desse

²⁶⁰Cfr. § supra: As condições contratadas atualmente ficarão apenas sujeitas a atualizações anuais, indexadas e limitadas à média entre a taxa de variação do salário mínimo nacional (de acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro) e a taxa de inflação (de acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal projetada para o ano subsequente). Considerando que a maioria dos custos da CUF são custos de trabalho e estão, na sua maioria, indexados ao valor do Salário Mínimo Nacional, considerou-se ser uma *proxy* adequada.

Versão Pública

- mesmo poder negocial se mantenha mitigado. Tem-se, por isso, que apesar de execução temporária e transitória, o seu efeito na mitigação do poder negocial da CUF perdure para além do seu término em resultado do integral e tempestivo cumprimento do pacote conjunto dos compromissos assumidos.
620. A mesma conclusão pode ser responder à observação do Grupo Lusíadas de que o compromisso de *unbundling* não parece eliminar o reforço de poder negocial identificado pela AdC uma vez que, embora permita às seguradoras contratar isoladamente as unidades CUF/HPA, estas continuam a negociar com a mesma contraparte – a CUF –, que mantém intacto o seu poder negocial reforçado. De facto, na ausência de compromissos ou com a sua aplicação, mas de forma isolada (compartimentalizada), o argumento referido colheria.
621. Contudo, como se tem reiterado ao longo de toda a avaliação do pacote de compromissos, as medidas propostas pela CUF devem ser analisadas como um todo, no qual os compromissos comportamentais complementam os estruturais de forma a mitigar o reforço do poder negocial que resulta da operação de concentração. Neste sentido – e tal como os restantes – o compromisso de *unbundling* não deve ser visto/analísado de forma isolada, mas como um contributo para aquele desiderato.
622. Assim, a execução destes dois compromissos comportamentais permite manter, de forma temporária e pelo período de execução dos compromissos estruturais, o *status-quo* contratual pré-operação HPA/restante rede CUF - seguradoras/subsistemas de saúde e reduzir substancialmente os riscos de não contratação destas últimas com a CUF ou HPA (isoladamente ou em conjunto).
623. Por um lado, a circunstância da manutenção das condições negociações em vigor se aplicar, não só ao HPA, mas também à restante rede CUF impede que esta última pudesse alavancar a sua posição em sede de negociação bilateral com as seguradoras/subsistemas de saúde com vista a recuperar eventuais perdas que resultassem da negociação do HPA.
624. Em segundo lugar, a circunstância de estarem abrangidas todas as condições contratuais atualmente em vigor permite impedir que apenas o fator “preço” se mantivesse inalterado (salvo as atualizações), mas outras condições (e.g., tipos de serviços oferecidos, prazos de pagamento, fatores de qualidade) estivessem expostas a alterações em detrimento das seguradoras/subsistemas de saúde.
625. Em terceiro lugar, considerando que as alterações às condições contratuais se encontram plenamente definidas e se baseiam em critérios objetivos, mensuráveis e independentes da CUF, os riscos de especificação e contorno para a sua execução são reduzidos.
626. Desta forma, dada a sua natureza *complementar, transitória* e de configurarem, essencialmente, uma obrigação *non-facere* (*status-quo* contratual pré-operação) redundando numa solução eficiente e proporcional, como salvaguardada de riscos de distorção.
627. Finalmente, considerando que as negociações com as entidades financiadoras decorrem, tipicamente, de forma bilateral, com âmbito nacional e com periodicidade anual, e que os compromissos comportamentais assumidos são do seu conhecimento, serão estas mesmas

Versão Pública

- entidades, juntamente com o Mandatário de Monitorização, os principais agentes de reporte à AdC de qualquer incumprimento (ou cumprimento defeituoso) por parte da CUF.
628. Em face do exposto, considera a AdC que a execução conjugada dos 4 compromissos – 2 estruturais e 2 comportamentais – permite responder às preocupações da AdC sobre o eventual reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional.
629. De facto, a implementação dos dois compromissos (estruturais) de desinvestimento na região do Algarve e noutras regiões do território nacional permite mitigar a posição relevante que a CUF (já) assume a nível nacional, e que sairia reforçada com a presente operação.
630. Finalmente, considerando que a execução dos compromissos estruturais é complementada por compromissos comportamentais, em especial, pelos de a) *manutenção em vigor de todas as condições comerciais atuais entre seguradoras, HPA e restante rede CUF*, b) *de acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de unbundling*, considera a AdC que o “pacote” assumido pela CUF é suficientemente robusto para afastar/mitigar as preocupações identificadas.

7.3.2.2. Extensão do poder negocial da CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (nas regiões do Algarve, da RAM e Alentejo)

631. Como explanado acima, esta preocupação jusconcorrencial da AdC constitui um possível subefeito, neste caso a nível local/regional, do reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras, decorrente da integração do Grupo HPA.
632. Em concreto, argumenta-se que a operação de concentração originará uma uniformização (em alta) das condições comerciais praticadas nas unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (nas regiões do Algarve, da Madeira e Alentejo), com potencial agravamento das condições oferecidas (às seguradoras).
633. Em face desta preocupação, a AdC considera que os mesmos compromissos apresentados para responder ao *reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional* (§), com exceção do 2.º compromisso de desinvestimento, mas com a adição de um terceiro compromisso comportamental (v. *infra*) são eficazes, eficientes, proporcionais e a sua execução está salvaguardada dos riscos identificados.
634. Nestes termos, a CUF compromete-se (i) ao 1.º compromisso de desinvestimento analisado atrás. Este compromisso estrutural é complementado com os compromissos comportamentais de (ii) *manutenção em vigor de todas as condições comerciais atuais entre seguradoras/subsistemas de saúde por um lado e HPA e restante rede CUF*, por outro; e, (iii) *acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de unbundling*.
635. Em adição ao “pacote”, a Notificante apresenta um terceiro compromisso comportamental de limitação de aumentos de preços a utentes não segurados.

636. Como se viu atrás, este compromisso traduz-se numa proibição de aumento dos preços de tabela HPA/restante rede CUF para o utente não segurado em montante superior à média entre a taxa de variação do salário mínimo nacional²⁶¹ e a taxa de inflação²⁶² projetada para o ano subsequente. Este compromisso abrange necessariamente as três regiões (Algarve, RAM e Alentejo).
637. A AdC considera que este terceiro compromisso permite contrariar a possibilidade de imputar a clientes não segurados²⁶³ do HPA a perda de receitas que resulte do compromisso comportamental de manutenção em vigor de todas as condições comerciais atuais com as seguradoras/subsistemas de saúde.
638. Assim, para efeitos da presente avaliação aplicam-se (*mutatis mutandis*) as considerações feitas nos §§590 e seguintes.

7.3.2.3. Monitorização da execução dos compromissos

639. Para efeitos de salvaguarda do *risco de monitorização e de incumprimento*, a execução dos compromissos deve ser acompanhada de obrigações à AdC de reporte e monitorização. No presente caso, a informação necessária para tal poderá provir, mais diretamente, de 3 entidades: (i) das próprias Partes; (ii) do Mandatário de Desinvestimento/Monitorização; (iii) das entidades financiadoras.
640. Originado nas próprias Partes, a CUF obriga-se a enviar à AdC, com uma periodicidade semestral informação detalhada sobre todas as diligências realizadas tendentes à execução dos dois compromissos de desinvestimento²⁶⁴.
641. Originado no Mandatário de Monitorização, a contratar pela CUF prazo de 9 meses contados da decisão, este deverá reportar anualmente à AdC sob forma de relatório escrito pelo menos: (i) informação de todos os contactos e diligências negociais realizadas com as seguradoras, incluindo correspondência trocada com a seguradora; (ii) proposta comercial e teto de aumento anual global apresentado às seguradoras, nos termos previstos; (iii) proposta final de aumento global acordada entre a CUF e as seguradoras; (iv) quaisquer outras informações consideradas relevantes no contexto da prossecução dos

²⁶¹ De acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro).

²⁶² De acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal.

²⁶³ Definidos como "Utentes que não possuem qualquer tipo de seguro de saúde ou beneficiem de subsistema alternativo ou outro plano de saúde".

²⁶⁴ Nomeadamente, negociações com potenciais Terceiros interessados na cessão de posição contratual, na construção ou aquisição do novo hospital; diligências relacionadas com a obtenção de licenças, início e evolução da construção do novo hospital, incluindo identificação de adjudicações realizadas para a construção, contratos celebrados e prazos convencionados.

Compromissos assumidos; (v) evolução das tabelas de preços HPA para utente não segurado; (vi) sumário descritivo em que se analise as propostas negociadas e celebradas, evidenciando, de forma objetiva, as obrigações assumidas.

642. Originado no Mandatário de Desinvestimento (se aplicável), este reportará diretamente à AdC com uma periodicidade anual, ou sempre que se justifique, mediante apresentação de comunicação escrita, todas as diligências e contactos encetados e estado de eventuais negociações.
643. Originado nas entidades financiadoras (seguradoras/subsistemas de saúde), em qualquer momento estas serão as principais agentes de reporte à AdC de qualquer incumprimento (ou cumprimento defeituoso) por parte da CUF em sede das suas relações contratuais ou pré-contratuais.
644. Em reforço, o documento de compromissos prevê que a *“AdC poderá solicitar às seguradoras/subsistemas de saúde quaisquer informações relativas às condições oferecidas pela CUF, negociações ocorridas, vendas de seguros e respetivos valores de prémios, valores acordados entre seguradora/subsistema de saúde e segurado relativos a participações, ou quaisquer outras consideradas pertinentes e às quais a CUF não tem, nem pode ter acesso.”*
645. Em face de todo o exposto, e em particular a abrangência do mandato a conferir ao Mandatário de Monitorização, a especial posição de vigilância que se espera que as seguradoras assumam relativamente a um eventual incumprimento (ou cumprimento defeituoso) por parte da CUF e prazo relativamente curto a partir do qual o Mandatário de Desinvestimento assume a execução dos compromissos de desinvestimento, a AdC considera que o *risco de monitorização e de incumprimento* se encontra mitigado.

7.3.3. Conclusão da Avaliação dos Compromissos

646. Em face de todo o exposto, a AdC considera que o conjunto de compromissos a assumir pela Notificante elimina/mitiga as preocupações jusconcorrenciais identificadas em sede de instrução da presente operação de concentração.

8. CLÁUSULAS RESTRITIVAS ACESSÓRIAS

647. Nos termos da disposição contida no n.º 5 do artigo 41.º da Lei da Concorrência, a decisão que autoriza uma operação de concentração abrange, igualmente, as restrições diretamente relacionadas com a realização da mesma e a ela necessárias. A qualificação como restrição acessória deve ter em consideração a prática decisória da AdC e da Comissão Europeia, as quais são balizadas pela Comunicação da Comissão relativa às restrições diretamente relacionadas e necessárias às concentrações.²⁶⁵

²⁶⁵ Cf. Comunicação da Comissão relativa às restrições diretamente relacionadas e necessárias às concentrações, publicada no JOUE C 56, de 05.03.2005 (“Comunicação”).

648. As partes apresentaram justificação para as cláusulas restritivas da concorrência seguintes e que consideram como diretamente relacionadas e necessárias à realização da operação notificada: (i) obrigação de não concorrência no Contrato-Promessa de Compra e Venda (“CPCV”); (ii) obrigação de não concorrência no Acordo Parassocial e de Parceria (“Acordo Parassocial”); (iii) cláusula de Confidencialidade no Acordo Parassocial.²⁶⁶
649. Segundo as partes, as obrigações de não concorrência e de Confidencialidade *“surtem com o objetivo de proteger o valor integral dos ativos transferidos para a Notificante, de modo a assimilar e explorar o know-how da Adquirida. E, numa posterior fase, no âmbito do APP [Acordo Parassocial], de proteger informação Confidencial das Partes, adquirida durante a execução do contrato.”*²⁶⁷. Assim, as partes solicitam que estas obrigações sejam tratadas como parte integrante da transação e autorizadas conjuntamente com a mesma.
650. A AdC procede a uma análise das cláusulas restritivas acessórias, tendo em conta os seus âmbitos material (i.e., sobre que atividades incide a cláusula), subjetivo (i.e., sobre que entidade incide a cláusula), temporal e geográfico.

(i) Obrigação de não concorrência no CPCV

651. Nos termos desta cláusula, os Vendedores – exceto a **[Confidencial]**, a **[Confidencial]** e **[Confidencial]**, que se manterão como acionistas da adquirida e parceiros da CUF após a Data de Fecho – ficam obrigados a, durante o prazo de **[Confidencial – âmbito temporal]** após a Data de Fecho (i.e. data de conclusão da compra e venda das ações), não exercer, direta ou indiretamente, nomeadamente como **[Confidencial – âmbito material]**, atividade concorrente com o negócio de desenvolvimento e exploração de unidades de internamento hospitalar na região correspondente **[Confidencial – âmbito geográfico]**, e a abster-se de prestar a sua colaboração a sociedades que exerçam atividade concorrente com o referido negócio de desenvolvimento e exploração de unidades de internamento hospitalar nesse território, incluindo **[Confidencial – âmbito material]**.
652. Como nota prévia, será de referir que esta obrigação apenas poderá ser abrangida na estrita medida em que os vendedores que a ela [obrigação] estarão obrigados exerciam controlo sobre a adquirida no momento prévio à operação de concentração. Por outras palavras, *“as obrigações de não concorrência entre empresas-mãe que não exercem o controlo e uma empresa comum não são directamente relacionadas e necessárias à realização da concentração.”*²⁶⁸.
653. Assim, considerando que os vendedores sobre quem incide a obrigação são (i) a **[Confidencial]**, (ii) **[Confidencial]**, e (iii) um conjunto de acionistas minoritários não identificados, apenas na medida em que algum (ou alguns) destes exercia controlo sobre a

²⁶⁶ E-AdC/2025/1891-1892 (1.04).

²⁶⁷ *Idem*.

²⁶⁸ Comunicação, §40.

- adquirida pré-operação, poderá a cláusula ser considerada diretamente relacionada e necessária à realização da operação.
654. Assumindo que tal sucedia, passemos, então à avaliação dos âmbitos material, geográfico e temporal da obrigação.
655. Quanto ao âmbito material (i.e., sobre que atividades incide a cláusula), a AdC considera que a obrigação se encontra parcialmente abrangida.
656. De facto, a mesma incide sobre atividades de desenvolvimento e exploração de unidades de internamento hospitalar. Contudo, a proibição de concorrência em atividades concorrentes inclui o exercício dos cargos de administrador e gerente, situações que a AdC considera não se reconduzirem a *restrições acessórias para efeitos de direito da concorrência*.²⁶⁹
657. Com efeito, a proibição de não concorrência já decorre dos artigos 398.º [administradores nas sociedades anónimas] e 254.º [gerentes nas sociedades por quotas] do Código das Sociedades Comerciais, pelo que relativamente a estes não se encontra preenchido o critério de “necessidade”, subjacente à noção de restrição acessória: *“na ausência de tais acordos, a concentração não poderia realizar-se ou se realizaria apenas em condições consideravelmente mais aleatórias, a custos substancialmente mais elevados, num prazo consideravelmente maior ou com muito mais dificuldades.”*²⁷⁰
658. Por outras palavras, a existência de mecanismos legais alternativos relativamente a administradores e gerentes preclui a necessidade de recorrer a um instituto jurídico que, pela sua natureza, é restritivo da concorrência (cláusula de não concorrência/exclusividade), mas ao qual o legislador entendeu reconhecer uma tolerância em razão de um bem maior.
659. Por outro lado, a cláusula não se encontra abrangida pela presente decisão no que diz respeito à aquisição ou a manutenção de ações unicamente para fins de investimento financeiro que não confirmam, direta ou indiretamente, funções de gestão ou uma influência efetiva na empresa concorrente, não estando as aquisições restritas a determinadas percentagens de títulos de capital de uma empresa.²⁷¹
660. Quanto ao âmbito temporal [**Confidencial – âmbito temporal**] sobre a conclusão do negócio), a AdC considera que o mesmo é enquadrável no regime de cláusulas restritivas acessórias.
661. Finalmente, no que diz respeito ao âmbito geográfico da cláusula, a AdC entende fazer as seguintes considerações.

²⁶⁹ Cfr., Ccent. 77/2023 – Ascendi/EGI, §§43-45, Ccent. 91/2024 – Luz Saúde*C2 Capital Partners/ Infrapetagi*HL, §§ 117-119; Ccent. 16/2025 – Growth/Balance, §§20-22.

²⁷⁰ Comunicação, §13 e, por analogia, parte final do §21.

²⁷¹ Comunicação, §25.

662. Ainda que, por natureza, restritivas de concorrência, as cláusulas acessórias configuram “tolerâncias” que o legislador entendeu conceder em razão da sua indispensabilidade para a concretização de uma determinada operação de concentração. Contudo – e, novamente, por serem restritivas de concorrência por natureza – a sua abrangência deve estar circunscrita às características específicas da operação de concentração em causa.
663. Por outro lado, considerando que a abrangência das restrições acessórias é feita por referência ao mercado geográfico em questão, no presente caso, a avaliação do âmbito geográfico da cláusula de não concorrência deverá ter por referencial a maior das áreas de influência definidas com base no tempo de deslocação de automóvel (90 minutos) a partir da localização da unidade de saúde a adquirir.
664. Nestes termos, o âmbito territorial estipulado pelas partes – *in casu*, **[Confidencial – âmbito geográfico]** – revela-se manifestamente excessiva face, quer ao mercado geográfico definido na presente decisão, como à própria proposta da CUF em sede de FN – NUTS III.

(ii) Obrigação de não concorrência no Acordo Parassocial

665. Nos termos desta cláusula, as Partes – i.e. CUF por um lado, e **[Confidencial]**, que se manterão como acionistas da adquirida, por outro – obrigam-se a não exercer, direta ou indiretamente **[Confidencial – âmbito material]**, atividade concorrente com o Negócio (i.e., desenvolvimento e exploração de unidades de internamento hospitalar) na totalidade do território **[Confidencial – âmbito geográfico]**, e abstêm-se de prestar a sua colaboração a sociedades que exerçam atividade concorrente com o Negócio no mesmo território **[Confidencial – âmbito material]**.²⁷²
666. A presente cláusula obriga as partes por um período máximo de **[Confidencial – âmbito temporal]** após a sua saída da Sociedade.²⁷³
667. Tal como a obrigação de não concorrência prevista no CPCV, a AdC entende que a presente apenas poderá ser abrangida na estrita medida em que os vendedores que a ela [obrigação] estarão obrigados exerciam controlo sobre a adquirida no momento prévio à operação de concentração (v. §§-).
668. Assim, considerando que os vendedores sobre quem incide a obrigação são a **[Confidencial]**, a **[Confidencial]** e **[Confidencial]**, apenas na medida em que algum (ou alguns) destes exercia controlo sobre a adquirida no cenário pré-operação, poderá a cláusula ser considerada diretamente relacionada e necessária à realização da operação.

²⁷² O Acordo Parassocial exclui da obrigação um conjunto de atividades que, segundo o próprio [Acordo], “*não se inserem no negócio*”, razão pela qual não carecem de avaliação para efeitos de subsunção ao regime das cláusulas restritivas acessórias.

²⁷³ “**[Confidencial – âmbito temporal]**”

669. Assumindo que tal sucedia, passemos, então à avaliação dos âmbitos material, subjetivo, geográfico e temporal da obrigação.
670. Quanto ao âmbito subjetivo – e sempre assumindo o atrás referido nos §§- – a AdC considera que o mesmo é enquadrável no regime de cláusulas restritivas acessórias apenas no que diz respeito aos vendedores **[Confidencial]**, a **[Confidencial]** e **[Confidencial]**. Já relativamente à CUF, a AdC considera que a obrigação de não concorrência (âmbito subjetivo) não se encontra abrangida.²⁷⁴
671. Sobre os âmbitos material e territorial da cláusula, e considerando as suas equivalências com a obrigação de não concorrência prevista no CPCV, a AdC remete para os §§- relativamente ao âmbito material e §§- relativamente o âmbito territorial.
672. Finalmente, no que diz respeito ao âmbito temporal da cláusula, a AdC entende fazer as seguintes considerações.
673. A cláusula incide na duração em que a partes participem no capital da adquirida ou se encontrem, sob qualquer forma, vinculados a ela, acrescida de um período máximo de **[Confidencial – âmbito temporal]** sobre o término dessa relação. Temos, assim, “ligação à sociedade mais **[Confidencial – âmbito temporal]**”.
674. Considerando estar-se perante uma situação de aquisição de controlo exclusivo, a previsão de uma cláusula de não concorrência por um período temporal como o estipulado no Acordo Parassocial – *de duração indefinida* – não se afigura compatível com os princípios subjacentes ao regime das cláusulas restritivas acessórias.
675. Com efeito, ao indexar-se, *a final*, a duração da obrigação de não concorrência à eventual cessação de ligação à adquirida, acrescido de um período de **[Confidencial – âmbito temporal]**, estar-se-á perante um âmbito temporal potencialmente sem termo.
676. Nestes termos, a AdC considera que o âmbito temporal decorrente do Acordo Parassocial extravasa o prazo, comumente aceite para casos em tudo equiparáveis ao presente, de 3 anos²⁷⁵ e que poderá considerar-se por necessário e diretamente relacionado com vista à proteção do ativo a transferir.²⁷⁶
677. Assim, a AdC considera que a duração da obrigação de não concorrência, nos termos delimitados *supra*, encontra-se justificada por um período máximo de 3 anos após o início da implementação da operação e correspondente aquisição de controlo exclusivo.²⁷⁷

²⁷⁴ Comunicação, §17.

²⁷⁵ Idem §20 (por força do §26).

²⁷⁶ O que colide com os princípios de necessidade e de relação economicamente direta entre restrição e operação de concentração (Comunicação CE, §§18-19 e 26).

²⁷⁷ No mesmo sentido, e.g. Ccent. 60/2021, Ccent. 11/2023, Ccent. 61/2023 e Ccent. 77/2023.

(iii) Obrigação de Confidencialidade

678. Finalmente, no que respeita à obrigação de Confidencialidade prevista no Acordo Parassocial, a mesma só será entendida como restrição acessória, diretamente relacionada com a realização da operação, necessária e proporcional ao objetivo de preservação do valor do negócio a transferir, na medida em que a mesma possa reportar a informação comercial sensível do negócio da adquirida, caso em que o alcance da mesma tenha um efeito comparável à restrição de não concorrência.²⁷⁸

(iv) Síntese

679. Em face de todo o exposto, sobre:

- A cláusula de não concorrência decorrente do CPCV, a AdC considera que a mesma se reconduz a uma restrição acessória para efeitos de direito da concorrência, encontrando-se abrangida, desde que observe os seguintes pressupostos:
 - i. tenha por objetivo a proteção do investimento materializado na atividade da adquirida, e pela duração estipulada;
 - ii. não é extensível ao impedimento imposto aos vendedores de poderem desempenhar cargos de administração ou de gerência em entidades concorrentes da adquirida;
 - iii. abranja apenas a aquisição ou a manutenção de ações que confirmam, direta ou indiretamente, funções de gestão ou uma influência efetiva na empresa concorrente;
 - iv. incida sobre vendedores que tenham exercido (pré-operação) controlo sobre a adquirida;
 - v. incida sobre um âmbito geográfico compatível com a maior das áreas de influência definidas com base no tempo de deslocação de automóvel (90 minutos) a partir da localização da unidade de saúde a adquirir.
- A cláusula de não concorrência decorrente do Acordo Parassocial, a AdC considera que a mesma se reconduz a uma restrição acessória para efeitos de direito da concorrência, encontrando-se abrangida, desde que observe os seguintes pressupostos:
 - i. tenha por objetivo a proteção do investimento materializado na atividade da adquirida;
 - ii. não é extensível ao impedimento imposto aos vendedores de poderem desempenhar cargos de administração ou de gerência em entidades concorrentes da adquirida;

²⁷⁸ Cf. Comunicação, §26 e §41.

Versão Pública

- iii. abranja apenas aquisição ou a manutenção de ações que confirmam, direta ou indiretamente, funções de gestão ou uma influência efetiva na empresa concorrente;
 - iv. incida apenas sobre os vendedores **[Confidencial]**, a **[Confidencial]** e **[Confidencial]**, e na estrita medida em que algum (ou alguns) de estes tenham exercido (pré-operação) controlo sobre a adquirida;
 - v. incida sobre vendedores **[Confidencial]**, a **[Confidencial]** e **[Confidencial]** durante um período máximo de três anos a contar da data da implementação da presente operação;
 - vi. incida sobre um âmbito geográfico compatível com a maior das áreas de influência definidas com base no tempo de deslocação de automóvel (90 minutos) a partir da localização da unidade de saúde a adquirir
680. As vertentes das sobreditas cláusulas que extravasem os pontos anteriores não são consideradas indispensáveis para garantir a transferência integral do valor do negócio adquirido.

9. PARECER DA ENTIDADE REGULADORA SECTORIAL

681. No seu Parecer²⁷⁹, a ERS destaca que (i) no âmbito dos *serviços hospitalares* e de *saúde oral*, a aquisição em análise não constitui uma efetiva concentração horizontal, na medida em que as partes envolvidas na operação não atuam nos mesmos mercados relevantes; e, (ii) no caso do mercado de *serviços externos de saúde no trabalho*, no cenário de se considerar a delimitação geográfica de todo o território de Portugal Continental, existirá uma presença simultânea das partes envolvidas na concentração, embora a capacidade produtiva reportada pela HPA seja diminuta face à dimensão do mercado.

10. AUDIÊNCIA PRÉVIA

682. A 26.01.2026, e considerando o sentido proposto pelo Projeto de Decisão, a AdC convidou a Notificante CUF a pronunciar-se em sede de Audiência Prévia, os termos do n.º 1 do artigo 54.º da Lei da Concorrência. Na mesma data, veio a Notificante "*transmitir à AdC que não tem comentários ao Projeto de Decisão notificado, estando de acordo com a adoção de uma decisão de não oposição com os compromissos propostos.*"²⁸⁰

²⁷⁹ E-AdC/2025/2457-2458, de 24 de abril.

²⁸⁰ E-AdC/2026/414, data de registo de 27.01.

11. DELIBERAÇÃO DO CONSELHO

683. Face ao exposto, o Conselho de Administração da Autoridade da Concorrência, no uso da competência que lhe é conferida pela alínea d) do n.º 1 do artigo 19.º dos Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 125/2014, de 18 de agosto, adota uma decisão de não oposição, nos termos da alínea a) do n.º 1 e n.º 3 do artigo 53.º da Lei da Concorrência, acompanhada da imposição das condições e obrigações, destinadas a garantir o cumprimento do conjunto de compromissos assumidos pela Notificante, que se passa a descrever:

SECÇÃO A: DEFINIÇÕES

AdC	Autoridade da Concorrência.
Ativos CUF	Conjunto de ativos ou sociedades que integrem o grupo CUF [CONFIDENCIAL – segredo de negócio e estratégia CUF] , e que tenham realizado, conjuntamente, no exercício de 2025, de acordo com as contas auditadas e certificadas que venham a ser aprovadas nos termos legais, um volume de negócios combinado de [>15] milhões de euros.
CUF	CUF, SGPS, S.A.
Decisão	Decisão de não oposição sujeita a Compromissos a adotar pela AdC.
HPA	Hospital Particular do Algarve, S.A.
HPA Algarve	Todas as unidades do grupo HPA localizadas na região do Algarve.
Linhas de Orientação da AdC	Linhas de Orientação sobre adoção de compromissos em controlo de concentrações, emitidas pela Autoridade da Concorrência a 28.07.2011.

Versão Pública

Mandatário de Monitorização	Consultora Independente nomeada nos termos e para efeitos do Presente Documento de Compromissos.
Mercados	Mercados regionais da prestação de cuidados de saúde por unidades privadas.
Operação de Concentração	Transação notificada à AdC em 26 de março de 2025, referência [E-AdC/2025/1739].
Seguradoras	Entidades autorizadas a operar no setor de seguros, que comercializam, direta ou indiretamente, contratos de seguro de saúde, e que inclui os denominados planos de saúde.
Subsistema de saúde	Qualquer sistema de acesso a cuidados de saúde que contrate com os prestadores de cuidados de saúde privados a prestação de cuidados de saúde aos seus beneficiários. Excluem-se desta definição os subsistemas de saúde que tenham por base contratos de adesão.
Terceiro	Qualquer prestador privado de cuidados de saúde ou acionista, incluindo do setor social, com reconhecidos know-how, capacidade e presença no setor, respetivamente, devendo ser detentor de todas as licenças necessárias para operar, recursos financeiros e de pessoal, sem relação de controlo (na aceção da Lei da Concorrência) ou dependência face ao grupo CUF (nomeadamente financeira, não podendo a CUF atuar como financiador direto ou indireto).
Utentes	Pessoas que utilizam serviços de saúde.

Versão Pública

Utentes segurados

Utentes que possuem um seguro de saúde ativo ou beneficiem de subsistema alternativo ou outro plano de saúde.

Utentes não segurados

Utentes que não possuem qualquer tipo de seguro de saúde ou beneficiem de subsistema alternativo ou outro plano de saúde.

SECÇÃO B: COMPROMISSOS

1. Com o objetivo de eliminar qualquer dúvida ou preocupação relativa à manutenção de uma situação de concorrência efetiva no mercado na sequência da Operação de Concentração, a CUF propõe assumir, perante a Autoridade da Concorrência, os seguintes Compromissos:

1. Compromissos de desinvestimento

Introdução

2. A CUF assume a obrigação de introduzir no mercado um novo hospital a ser operado por terceiro prestador de cuidados de saúde sem qualquer relação de dependência ou controlo face ao grupo CUF ("**Terceiro**") ou pela própria CUF (e alienado a Terceiro), com uma área mínima de 8.000 m² ("**Novo Hospital**").
3. Para tanto, e tendo presente o objetivo último de introdução de mais concorrência no mercado, a CUF obriga-se, dentro dos prazos abaixo previstos:
 - (a) A ceder a Terceiro a sua posição contratual em terreno adequado, com a finalidade expressa de construção de um Novo Hospital por Terceiro, mais se obrigando a garantir a boa execução do contrato;

ou, **[CONFIDENCIAL – estratégico]**,
 - (b) a proceder diretamente à construção desse Novo Hospital, para subsequente alienação a Terceiro.
4. A decisão de avançar com a alienação do terreno a Terceiro, ou, em alternativa, com a construção do Novo Hospital, deve ser comunicada pela CUF à AdC no prazo máximo **[CONFIDENCIAL – estratégico]**.

Versão Pública

5. Não se verificando a construção do Novo Hospital (por Terceiro ou pela CUF) dentro dos prazos abaixo previstos, ou verificando-se poderem estes prazos estar comprometidos, a CUF assume a obrigação de alienar **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
6. Para efeitos dos presentes compromissos, considera-se que os mesmos estão cumpridos quando se verifique a efetiva transferência de controlo dos ativos ou sociedades em causa para a esfera de um Terceiro, outorgada por contrato definitivo e executado, dentro dos prazos previstos para cada caso. Os prazos aplicáveis consideram-se suspensos entre a data de eventual notificação da aquisição por um Terceiro a uma autoridade de concorrência e a data de adoção de uma decisão final que aprove a aquisição.
7. Sempre que a execução dos compromissos dependa de autorização ou instrução prévia da AdC, os prazos previstos suspendem-se até à comunicação da decisão à CUF.

a. Compromisso de cessão de posição contratual no CPCV, em terreno para construção de novo hospital por Terceiro

8. Como consta dos autos, a CUF celebrou com **[Confidencial]** um contrato promessa de compra e venda (CPCV, junto aos autos) para aquisição de uma parcela de um terreno extenso e com características urbanísticas complexas (vocado para múltiplos usos, em especial habitacional e comércio), na região do Algarve, em que se poderá permitir a construção de um novo hospital.
9. Para efeitos dos presentes compromissos, a CUF assume expressamente a obrigação de ceder a sua posição contratual no CPCV a um Terceiro com a finalidade expressa de construção de um Novo Hospital pelo Terceiro ("**Compromisso de construção de um Novo Hospital por Terceiro**"), **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
10. A cessão de posição contratual apenas será efetuada ao Terceiro após comunicação prévia à AdC para validação.
11. Como referido infra, a CUF obriga-se ainda a comunicar à AdC **[CONFIDENCIAL - estratégico]** a decisão de avançar com a construção por Terceiro ou de construir diretamente o Novo Hospital.
12. O Compromisso de construção de um Novo Hospital por Terceiro deverá ocorrer durante um prazo máximo de **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
13. Este prazo poderá ser prorrogado mediante acordo da AdC, pelo período adicional necessário, sempre que se demonstre estar próxima a finalização da obra.

b. Compromisso de investimento - construção de Novo Hospital pela CUF e alienação a Terceiro

14. Sem prejuízo do compromisso anterior, a CUF poderá a todo o tempo decidir promover a elaboração dos projetos necessários e a respetiva instrução e obtenção do licenciamento

Versão Pública

aplicável, destinados à construção do Novo Hospital e, uma vez obtidas as autorizações legalmente exigíveis, a respetiva construção e posterior desinvestimento mediante venda a Terceiro (**“Compromisso de investimento na construção do Novo Hospital para desinvestimento a Terceiro”**) nos termos seguintes.

15. A decisão de avançar com a construção do Novo Hospital deve ser comunicada pela CUF à AdC no prazo máximo [**CONFIDENCIAL – estratégico**], ficando a CUF obrigada ao Compromisso de investimento na construção do Novo Hospital para desinvestimento a Terceiro dentro dos prazos seguidamente previstos.
16. A fase de construção do Novo Hospital deverá ocorrer durante um prazo [**CONFIDENCIAL – estratégico**].
17. Este prazo poderá ser prorrogado mediante acordo da AdC, pelo período adicional necessário à conclusão da obra, sempre que se demonstre estar próxima a finalização da obra.
18. A CUF assume a obrigação de vender o Novo Hospital a um Terceiro [**CONFIDENCIAL – estratégico**].
19. O Prazo de desinvestimento a Terceiro do Novo Hospital construído pela CUF poderá ser prorrogado mediante acordo da AdC, pelo período adicional necessário, sempre que se demonstre estar em curso uma negociação firme com um Terceiro.
20. Findo o Prazo de desinvestimento a Terceiro do Novo Hospital construído pela CUF e eventual prorrogação, a CUF obriga-se a contratar empresa consultora, nacional ou internacional, Tier 1, para proceder à alienação do novo Hospital (**“Mandatário de Desinvestimento do Novo Hospital”**).
21. O Mandatário de Desinvestimento será escolhido de um lote de 3 (três) consultoras, previamente comunicado à AdC, não podendo ter qualquer relação de controlo ou dependência face ao grupo CUF.
22. O Mandatário de Desinvestimento deverá promover a alienação do Novo Hospital a Terceiro no prazo máximo de 6 meses contados da aprovação do mandato pela AdC (**“Prazo de Desinvestimento do Novo Hospital por Mandatário de Desinvestimento”**).
23. O prazo anterior poderá ser prorrogado por período adicional, que não deverá exceder 3 meses, sempre que o Mandatário de Desinvestimento reporte perante a AdC estar em curso uma negociação firme com um Terceiro.
24. Seja diretamente ou com recurso a Mandatário de Desinvestimento, identidade do comprador deverá ser previamente aprovada pela AdC antes da conclusão do desinvestimento.
25. Para efeitos dos compromissos de desinvestimento e investimento no Novo Hospital, a CUF obriga-se a enviar à AdC, com uma periodicidade semestral informação detalhada sobre todas as diligências realizadas tendentes à execução dos compromissos, nomeadamente, negociações com potenciais Terceiros interessados na cessão de posição contratual, na

construção ou aquisição do Novo Hospital; diligências relacionadas com a obtenção de licenças, início e evolução da construção do Novo Hospital, incluindo identificação de adjudicações realizadas para a construção, contratos celebrados e prazos convencionados (**“Obrigações de reporte da CUF quanto aos compromissos de desinvestimento e investimento no Novo Hospital”**).

c. Desinvestimento [de outro Hospital em Portugal] [CONFIDENCIAL - estratégico]

26. Findo o Prazo do desinvestimento e construção de um Novo Hospital por Terceiro ou o Prazo de Desinvestimento do Novo Hospital por Mandatário de Desinvestimento, respetivamente, e eventuais prorrogações, a CUF obriga-se a vender a Terceiro **[outro Hospital em Portugal] [CONFIDENCIAL - estratégico]** tendo posteriormente total liberdade para dispor ou usar o Novo Hospital como entender
27. Sem prejuízo do ponto anterior, **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
28. Daqui decorre que (i) ou se verifica a construção de um Novo Hospital por Terceiro / construção de um novo hospital pela CUF e sucessiva alienação a Terceiro, ambos dentro do prazo previsto; (ii) ou a CUF fica obrigada a alienar **[CONFIDENCIAL - estratégico] [outro Hospital em Portugal]**, podendo fazê-lo a todo o tempo.
29. Importa clarificar que o eventual desinvestimento **[CONFIDENCIAL - estratégico]** compreende uma alteração de controlo e a alienação de uma sociedade ou de ativos geradores de um volume de negócios²⁸¹**[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
30. Nesse sentido, o desinvestimento **[CONFIDENCIAL - estratégico]** implica a alienação dos ativos corpóreos e incorpóreos necessários para a prossecução de uma atividade de prestação de cuidados de saúde, de forma a garantir que um comprador possa, querendo, operar aqueles ativos de forma imediata e desenvolver a mesma atividade até aí exercida pela CUF²⁸².
31. Salvo nos casos acima previstos, o Compromisso de desinvestimento **[CONFIDENCIAL - estratégico] [outro Hospital em Portugal]** deverá ocorrer até **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
32. Este prazo poderá ser prorrogado mediante acordo da AdC, pelo período adicional necessário, sempre que se demonstre estar em curso uma negociação firme com um Terceiro.

²⁸¹ Cf. conceitos contidos na Lei da Concorrência.

²⁸² A CUF não poderá naturalmente assegurar a transferência efetiva de todos os trabalhadores, médicos ou clientes, na medida em que essa transferência não depende apenas da vontade unilateral da CUF.

33. Findo o Prazo de desinvestimento **[CONFIDENCIAL - estratégico] [outro Hospital em Portugal]**, o desinvestimento será realizado pelo Mandatário de Desinvestimento, **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
34. Seja diretamente ou com recurso a Mandatário de Desinvestimento, identidade do comprador deverá ser previamente aprovada pela AdC antes da conclusão do desinvestimento.
35. Em todas as fases em que intervenha, o Mandatário de Desinvestimento reportará diretamente à AdC com uma periodicidade mensal, mediante apresentação de comunicação escrita, todas as diligências e contactos encetados e estado de eventuais negociações, mais podendo prestar quaisquer outras informações que a AdC considere necessárias.

2. Alienação de ativos da rede CUF

36. Sem prejuízo dos compromissos de desinvestimento e investimento acima descritos, a CUF obriga-se ainda a alienar a Terceiro um conjunto de ativos ou sociedades da sua rede e grupo atuais, aptos para a prestação de cuidados de saúde, localizados preferencialmente nas zonas concorrenciais de Lisboa ou Porto, e que tenham gerado no ano de 2025, de acordo com as contas que venham a ser auditadas e certificadas para o exercício em curso, um volume de negócios combinado de **[>15]** milhões de euros (“**Compromisso de desinvestimento de Ativos CUF**”).
37. O conjunto de ativos ou sociedades deverá incluir um ou mais dos seguintes ativos **[CONFIDENCIAL - estratégico]**:
 - **[CONFIDENCIAL - estratégico]**
 - **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
 - **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
 - **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
 - **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
38. Para **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
39. Daqui decorre que todos estes ativos representam um elevado potencial para um Terceiro que queira entrar ou expandir a sua rede. Estão em causa unidades relativamente autónomas, em pleno funcionamento, geradoras de volumes de negócios relevantes (entre **[1 e 25]** milhões de euros), com potencial de crescimento, com quadro de pessoal adequado, algumas com bloco e internamento.
40. O desinvestimento de ativos CUF correspondente a um volume de negócios de **[>15]** milhões de euros compreende uma alteração de controlo e a alienação de uma sociedade

ou de ativos geradores de um volume de negócios²⁸³, i.e., a atividade atualmente explorada pela CUF com essas sociedades ou ativos.

41. Nesse sentido, o desinvestimento de um volume de negócios de **[>15]** milhões implica a alienação dos ativos corpóreos e incorpóreos necessários para a prossecução de uma atividade de prestação de cuidados de saúde, de forma a garantir que um comprador possa, querendo, operar aqueles ativos de forma imediata e desenvolver a mesma atividade até aí exercida pela CUF²⁸⁴.
42. Assim, considera-se que este compromisso se poderá concretizar mediante a alienação de um conjunto de sociedades ou ativos que, no seu conjunto, permitam o exercício de uma atividade económica autónoma e suscetível de gerar volume de negócios, incluindo ativos afetos a uma atividade dentro de um hospital ou de outra unidade de saúde.
43. O Compromisso de desinvestimento de Ativos CUF deverá ocorrer durante um prazo **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
44. Este prazo poderá ser prorrogado mediante acordo da AdC, pelo período adicional necessário, sempre que se demonstre estar em curso uma negociação firme com um Terceiro.
45. Findo o Prazo de desinvestimento dos Ativos CUF e eventual prorrogação, a CUF obriga-se a contratar empresa consultora, nacional ou internacional, Tier 1, para proceder à alienação ("**Mandatário de Desinvestimento dos Ativos CUF**").
46. O Mandatário de Desinvestimento dos Ativos CUF será escolhido de um lote de 3 (três) consultoras, previamente comunicado à AdC, não podendo ter qualquer relação de controlo ou dependência face ao grupo CUF.
47. O Mandatário de Desinvestimento dos Ativos CUF deverá promover a alienação dos Ativos CUF a Terceiro no prazo máximo de 6 meses contados da aprovação do mandato pela AdC ("**Prazo de Desinvestimento dos Ativos CUF por Mandatário de Desinvestimento**"). **[CONFIDENCIAL - estratégico]**.
48. O prazo anterior poderá ser prorrogado por período adicional, que não deverá exceder 3 meses, sempre que o Mandatário de Desinvestimento reporte perante a AdC estar em curso uma negociação firme com um Terceiro.
49. Seja diretamente ou com recurso a Mandatário de Desinvestimento, identidade do comprador deverá ser previamente aprovada pela AdC antes da conclusão do desinvestimento.
50. Em todas as fases em que intervenha, o Mandatário de Desinvestimento dos Ativos CUF reportará diretamente à AdC com uma periodicidade mensal, mediante apresentação de

²⁸³ Cf. conceitos contidos na Lei da Concorrência.

²⁸⁴ A CUF não poderá naturalmente assegurar a transferência efetiva de todos os trabalhadores, médicos ou clientes, na medida em que essa transferência não depende apenas da vontade unilateral da CUF.

comunicação escrita, todas as diligências e contactos encetados e estado de eventuais negociações, mais podendo prestar quaisquer outras informações que a AdC considere necessárias.

3. Compromissos comportamentais

a. Compromisso de manutenção em vigor das condições comerciais atuais entre seguradoras e subsistemas de saúde na rede HPA e restante rede CUF

51. A CUF obriga-se a oferecer a todas as seguradoras e subsistemas de saúde que tenham atualmente contratos em vigor com o HPA e restante rede CUF a manutenção em vigor de todas as condições contratadas entre a seguradora/subsistema de saúde e o HPA e a restante rede CUF à data do *closing* da operação projetada, até ao termo do período de compromissos ("**obrigação de segregação e manutenção em vigor de contratos com o HPA e rede CUF**"), sujeitas apenas às normais atualizações anuais que devam ter lugar e que estarão limitadas por um teto máximo, indexado nos termos seguintes.
52. Todas as condições contratadas atualmente pelas seguradoras e subsistemas de saúde com o HPA e com a restante rede CUF ficarão apenas sujeitas a normais atualizações anuais, indexadas e limitadas à taxa de inflação comunicada pelo INE e atualização do salário mínimo comunicada pelo Governo, para cada ano, respetivamente. Este indexante, que melhor reflete o aumento da estrutura de custos de um prestador de serviços de saúde, funcionará como teto máximo teórico, sujeito naturalmente a negociação.
53. Deste modo, **não haverá qualquer alteração para as seguradoras e subsistemas de saúde das condições contratadas antes da operação em resultado da transação projetada**, com exceção, nos termos indicados, da atualização necessária para compensar o aumento de custos.
54. Assim, na proposta de revisão anual a negociar com essas seguradoras e subsistemas de saúde, a CUF compromete-se a considerar um valor máximo de atualização correspondente a um indexante de aumento de custos. No setor da prestação de serviços de saúde, uma parte dos custos evolui, em média, em função da inflação (podendo rubricas específicas aumentar mais ou menos que a taxa de inflação), e outra parte, correspondente a rubricas dependentes dos custos com pessoal, evolui em função do aumento do Salário Mínimo Nacional.
55. Nesse sentido, a proposta anual de revisão de preços a apresentar pela CUF a essas seguradoras e subsistemas de saúde deverá corresponder no máximo:

50% da taxa de inflação prevista para o ano seguinte²⁸⁵ + 50% da variação anual do Salário Mínimo Nacional esperada²⁸⁶ para o ano seguinte

56. Os contratos celebrados entre as unidades de saúde pertencentes à rede CUF – incluindo o HPA -e qualquer seguradora e subsistema de saúde, atualmente em vigor beneficiarão deste regime autónomo e dedicado.

b. Compromisso de acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de *unbundling*

57. A CUF oferecerá a todas as seguradoras e subsistemas de saúde, independentemente da sua dimensão, número de utentes segurados abrangidos ou número de unidades de saúde da rede CUF incluídas na cobertura de seguro oferecida, a possibilidade de inclusão no seu seguro/plano de proteção de qualquer unidade de saúde que integre a rede CUF, incluindo as unidades HPA, através da sua contratação separada e não subordinada, nas condições abaixo descritas (“**Compromisso de acesso pleno à rede CUF e HPA**”).
58. A CUF obriga-se a oferecer às seguradoras e subsistema de saúde a possibilidade de contratação isolada, desagregada e não subordinada de qualquer unidade de saúde da sua rede, sem imposição de contratação de qualquer mínimo. A CUF obriga-se ainda a não aplicar condições comerciais diferenciadas, descontos de *bundle*, portefólio ou quantidade, em função da contratação conjunta ou separada das unidades de saúde disponíveis de toda a rede CUF, mantendo-se inalterado o preço individual de cada unidade – o preço da contratação de um conjunto de unidades de saúde corresponde assim, exatamente, à soma dos preços individuais de cada unidade (“***unbundling total***”).
59. Por forma a preservar os objetivos e idoneidade dos Compromissos, a CUF obriga-se a comunicar a cada seguradora/subsistemas de saúde, até ao mês de setembro do exercício anual a que respeitam, a proposta de aumento anual global das condições comerciais em vigor, para as unidades CUF e para unidades HPA, com menção expressa de que inexistente qualquer obrigação de contratação mínima ou qualquer desconto de *bundle*, portefólio ou quantidade pela contratação de mais do que uma unidade de saúde.
60. Os termos e condições comerciais a adotar para cada período constarão de minuta de Comunicação, que será previamente enviada à AdC antes de partilhada com as seguradoras/subsistemas de saúde.
61. Deste modo, qualquer negociação que possa ter lugar com as seguradoras/subsistemas de saúde em momento posterior àquela proposta de comunicação traduzir-se-á sempre e necessariamente num preço que apenas pode ser inferior ao preço controlado comunicado

²⁸⁵ De acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal.

²⁸⁶ De acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro).

e mais vantajoso para as seguradoras e nunca terá qualquer impacto sobre as condições atualmente contratadas com o HPA e com a restante rede CUF.

c. Compromisso de limitação de aumentos de preços a utentes não segurados

62. A CUF assume ainda a obrigação de não aumentar os preços de tabela HPA para o Utente Não Segurado em montante superior ao resultante de:

50% da taxa de inflação prevista para o ano seguinte²⁸⁷ + 50% da variação anual do Salário Mínimo Nacional esperada²⁸⁸ para o ano seguinte

3.1. Prazos de execução dos Compromissos Comportamentais

63. Os Compromissos Comportamentais manter-se-ão em vigor até à execução dos compromissos de desinvestimento [**CONFIDENCIAL – estratégico**] que termine em último lugar (§43, §48, §60 ou §70).
64. Caso seja necessário o acordo da AdC relativamente a qualquer ponto da execução dos Compromissos, os prazos referidos acima suspendem-se durante o período de apreciação e até à pronúncia da Autoridade.

3.2. Nomeação de Mandatário de Monitorização e reporte à AdC

65. No prazo de 9 meses contados da decisão, a CUF obriga-se a contratar uma consultora totalmente independente das Partes, com as necessárias qualificações e experiência (nomeadamente, uma das “Big 4” – Deloitte, PwC, EY ou KPMG – ou outra consultora dedicada Tier 1) e sem qualquer conflito de interesses para execução dos Compromissos (“**Mandatário de Monitorização**”), até ao termo dos Compromissos, que apresentará Relatórios de Monitorização anuais.
66. Para tanto, a CUF apresentará, para apreciação da AdC, a indicação e identificação de um Mandatário de Monitorização e uma Minuta de Mandato, contendo todas as obrigações do Mandatário e da CUF para cumprimento do disposto no presente Documento de Compromissos.
67. O Mandatário enviará diretamente à AdC, com uma periodicidade anual, um relatório escrito contendo, pelo menos, as seguintes informações:
- informação de todos os contactos e diligências negociais realizadas com as seguradoras/subsistemas de saúde, incluindo correspondência trocada;

²⁸⁷ De acordo com a última previsão publicada pelo Banco de Portugal.

²⁸⁸ De acordo com a comunicação do Governo para cada ano, sujeita a eventual correção após fixação anual do valor do novo salário mínimo em Diário da República (que só ocorre em dezembro).

Versão Pública

- b. proposta comercial e teto de aumento anual global apresentado às seguradoras/subsistemas de saúde, nos termos previstos;
 - c. proposta final de aumento global acordada entre a CUF e as seguradoras/subsistemas de saúde;
 - d. quaisquer outras informações consideradas relevantes no contexto da prossecução dos Compromissos assumidos;
 - e. evolução das tabelas de preços HPA para Utente Não Segurado;
 - f. sumário descritivo em que se analise as propostas negociadas e celebradas, evidenciando, de forma objetiva, as obrigações assumidas.
68. A AdC poderá solicitar às seguradoras/subsistemas de saúde quaisquer informações relativas às condições oferecidas pela CUF, negociações ocorridas, vendas de seguros e respetivos valores de prémios, valores acordados entre seguradora/subsistema de saúde e segurado relativos a participações, ou quaisquer outras consideradas pertinentes e às quais a CUF não tem, nem pode ter acesso.
69. Em todo o caso, a CUF não terá acesso e não poderá reportar qualquer informação sensível ou confidencial referente à relação estabelecida entre a seguradora/subsistema de saúde e o segurado/beneficiário.
70. A CUF obriga-se a colaborar com o Mandatário, nomeadamente, prestando toda a informação necessária e útil para a prossecução dos Compromissos ora assumidos.
71. A CUF assumirá os custos com a remuneração do Mandatário, abstendo-se de adotar um esquema de remuneração capaz de inibir, desincentivar ou protelar a prossecução dos objetivos em causa.

4. Alteração dos compromissos

72. Mediante requerimento fundamentado da CUF poderá haver lugar a uma alteração dos compromissos (nos termos e para os efeitos das Linhas de Orientação da AdC sobre Adoção de Compromissos em Controlo de Concentrações), sob a forma de revogação, substituição ou caducidade de compromissos, sempre que se verifique existir uma alteração superveniente das circunstâncias que fundamentam a Decisão **[Confidencial - estratégico]**.

Lisboa, 27 de janeiro de 2026

O Conselho de Administração da Autoridade da Concorrência,

X

Nuno Cunha Rodrigues
Presidente

X

Miguel Moura e Silva
Vogal

X

Ana Sofia Rodrigues
Vogal

Índice

1. OPERAÇÃO NOTIFICADA	2
2. AS PARTES	3
2.1. Notificante.....	3
2.2. Adquirida.....	4
3. NATUREZA DA OPERAÇÃO.....	4
4. MERCADOS RELEVANTES	4
4.1. Mercado da prestação de cuidados de saúde hospitalares por unidades privadas	4
4.2. Mercado da prestação de serviços de saúde oral	6
4.3. Mercado da prestação de serviços de telemedicina no território nacional.....	8
5. MERCADOS RELACIONADOS	8
6. AVALIAÇÃO JUSCONCORRENCIAL.....	11
6.1. Caracterização do setor de cuidados de saúde hospitalares privados em Portugal.....	11
6.1.1. Caracterização da procura	11
6.1.2. Caracterização da oferta	21
6.1.3. Conclusão da caracterização do mercado	33
6.2. Enquadramento da operação de concentração	34
6.3. Avaliação jusconcorrencial	40
6.3.1. Eliminação da concorrência potencial.....	41
6.3.1.1. Relatório Económico apresentado pela Notificante	45
6.3.1.2. Modelo Económico-Financeiro de avaliação do projeto de investimento desenvolvido pela CUF.....	48
6.3.2. Reforço do poder negocial das Partes face às entidades financiadoras	63
6.3.3. Uniformização dos preços do HPA com os preços (mais elevados) da CUF	78
6.3.3.1. Deterioração do valor da <i>outside option</i> das seguradoras.....	84
6.3.3.1.1. Relatório Económico apresentado pela Notificante.....	91
6.3.3.1.2. Análise crítica do Relatório Económico apresentado pela Notificante	94
6.3.3.1.3. Quantificação do impacto da Operação de Concentração nas <i>Outside Options</i> da CUF e respetivas Seguradoras	99
6.3.3.2. Relevância dos Clientes Comuns	106
6.3.3.3. Eliminação da Concorrência Potencial.....	111
6.4. Conclusão da avaliação jusconcorrencial	115

7. COMPROMISSOS.....	116
7.1. Compromissos Estruturais	119
7.1.1. 1.º <i>Compromisso de Desinvestimento: com vista à introdução no mercado de um novo hospital, na região do Algarve, a ser operado por prestador de cuidados de saúde independente da CUF</i>	119
7.1.2. 2.º <i>Compromisso de Desinvestimento: Desinvestimento de um conjunto de ativos da rede CUF, aptos à prestação de cuidados de saúde</i>	120
7.2. <i>Compromissos Comportamentais</i>	121
7.2.1. <i>Compromisso de manutenção em vigor de todas condições comerciais atuais entre seguradoras e subsistemas de saúde (por um lado) e HPA e restante rede CUF (por outro)</i>	121
7.2.2. <i>Compromisso de acesso a toda a rede CUF e HPA em condições de unbundling</i>	122
7.2.3. <i>Compromisso de limitação de aumentos de preços a utentes não segurados</i>	123
7.2.4. <i>Nomeação de Mandatário de Monitorização e reporte à AdC</i>	123
7.3. Avaliação dos Compromissos.....	123
7.3.1. Análise de Eficácia e de Risco.....	125
7.3.2. Avaliação	126
7.3.2.1. Eliminação de concorrência potencial	127
7.3.2.2. Um reforço do poder negocial da CUF face às seguradoras/subsistemas de saúde, decorrente da integração do Grupo HPA.....	130
7.3.2.2.1. Reforço do poder negocial da entidade resultante da operação (CUF/HPA) a nível nacional.....	130
7.3.2.2.2. Extensão do poder negocial da CUF às unidades atualmente detidas pelo Grupo HPA (nas regiões do Algarve, da RAM e Alentejo).....	136
7.3.2.3. Monitorização da execução dos compromissos	137
7.3.3. Conclusão da Avaliação dos Compromissos	138
8. CLÁUSULAS RESTRITIVAS ACESSÓRIAS	138
9. PARECER DA ENTIDADE REGULADORA SECTORIAL.....	144
10. AUDIÊNCIA PRÉVIA.....	144
11. DELIBERAÇÃO DO CONSELHO	145