Алексей ТАРАСОВ,
к. э. н., эксперт
по международным
рынкам капитала,
EMBA

Сделки LBO: экономика, структурирование и секьюритизация

В данной статье рассматриваются сделки по финансированию долгового выкупа компаний (Leveraged Buy-Outs, LBO), реализуемые на европейском рынке фирмами частных инвестиций (Private Equity, PE). Специализированные фонды данных фирм осуществляют выкуп 100% капитала корпорации-цели, предоставляют акционерное финансирование и организуют привлечение долга, включающего структурированные кредиты (structured loans) и высокодоходные облигации (high-yield bonds). Таким образом, фирмы PE выступают в качестве финансовых спонсоров сделок LBO, другими участниками данных транзакций являются инвестиционные и коммерческие банки, институциональные инвесторы, юридические фирмы, рыночные, технические и финансовые консультанты.

Рынок LBO является достаточно прогрессивным рынком, индустриальная организация которого имеет следующие характеристики:

• Сложившийся рынок корпоративного контроля и соответствующего регулирования, позволяющий не только осуществлять выкуп корпорации-цели, но также проводить реструктуризацию и осуществлять дальнейшие сделки по слияниям и поглощениям (Mergers & Acquisitions, M&A).

• Значимое количество финансовых спонсоров с успешным опытом работы на каждом этапе создания стоимости, включая поиск и выбор корпорации-цели, привлечение оптимального пакета финансирования, прибыльный выход из инвестиции.

• Стабильная база инвесторов сделок LBO, включающая банки, инвестиционные фирмы; наличие ликвидного вторичного рынка, на котором торгуются кредиты/транши, соответствующие тре-

бованиям кредитных фондов риску/доходности[1].

• Общепринятые стандарты реализации сделок на основе принципа синдикации, включающие структурирование кредитного финансирования (с точки зрения мультипликаторов, ковенант, ценообразования), работу с банками и инвесторами (предоставление финансовой модели сделки и отчетов независимых консультантов), процесс закрытия сделки и ее дальнейшее обслуживание[2].

• Пакет стандартной кредитной документации, позволяющий эффективно реализовывать структуры каждой конкретной сделки. Над подготовкой документации со стороны финансовых спонсоров и кредиторов работают ведущие международные юридические фирмы.

Обратим внимание, что в данной работе описываются подходы к реализации сделок на европейском рынке LBO. В первом разделе рассматривается экономика сделок LBO, включая отраслевую специфику выкупаемых компаний и процесс создания стоимости фирмами PE. Во втором разделе анализируется структурирование кредитного финансирования сделок LBO и приводятся параметры основных траншей. В третьем разделе описываются механизмы секьюритизации, используемые в рамках сделок LBO.

ЭКОНОМИКА СДЕЛОК LBO

При реализации сделки LBO фирмы PE выкупают весь акционерный капитал корпорации-цели (или покупают одно/несколько подразделений компании) с использованием относительно высокой по сравнению со стандартными корпоративными сделками M&A доли заемных средств. Точнее сказать — максимально возможной. Отметим, что при этом выкупается 100% акционерного капитала корпорации-цели и текущий долг компании полностью рефинансируется.

Корпорация-цель может быть как публичной (и тогда сделка называется Public-to-Private, P2P), так и частной компанией. Обратим внимание, что в первом случае сделки LBO, как правило, являются более сложными и одним из ключевых факторов является соблюдение требований к конфиденциальности. В некоторых сделках LBO активное участие принимают топ-менеджеры корпорации-цели, вследствие чего данные сделки называются Management Buy-Outs (MBO).

Сделки LBO проводятся в отношении компаний из таких отраслей, как потребительские товары, розничная торговля[3], промышленность, здравоохранение, специализированные финансовые услуги. Данные компании работают, как правило, в сегменте B2C (продают свои товары или услуги напрямую конечным потребителям), или же их клиентами являются компании B2C. Еще одной характеристикой является размер корпорации-цели: в основном это лидеры рынка mid-market, как на национальных рынках отдельных стран (особенно в секторе услуг), так и на европейском рынке в целом (например, промышленные компании с производственными мощностями в нескольких странах). Объемы сделок на данном рынке составляют от 500 млн до 1 млрд евро. При этом несколько раз в год на рынке LBO осуществляются сделки общим объемом 10 млрд евро и более (так называемые jumbo deals).

Для фирм PE цепочка создания стоимости на рынке LBO выглядит следующим образом:

1. Выкуп корпорации-цели на как можно более выгодных условиях, включающих максимальную долю заемных средств

[1] Детальному обзору рынка LBO посвящены следующие фундаментальные работы:

Maxwell W., Shenkman M. Leveraged financial markets: a comprehensive guide to loans, bonds, and other high-yield instruments. McGraw-Hill, 2010. 416 p.

Caselli S., Gatti S. Structured finance: techniques, products, and market. Springer, 2017. 207 p.

[2] Важность развития транзакционных стандартов для российского рынка синдицированного кредитования, включая финансирование сделок M&A, рассмотрена в статье:

Тарасов А. А. Перспективы рынка синдицированного кредитования // Cbonds Review. 2020. №1. С. 56–59.

[3] Особенности финансирования российских компаний розничной торговли на рынках капитала анализируются в статье: Тарасов А. А. Розница занимает оптом // Cbonds Review. 2011. №4. С. 78–81.

в общем пакете финансирования (соответственно, с минимальной долей акционерного финансирования со стороны спонсоров).

2. Проведение реструктуризации компании, включая рефинансирование текущего долга; осуществление капитальных вложений, направленных на повышение эффективности операционных активов, оптимизация персонала, улучшение качества обслуживания клиентов, пересмотр политики цен и продуктовых предложений (с целью органического роста); проведение дальнейших сделок M&A (для достижения быстрого неорганического роста, buy-and-build strategy).

3. Выход из сделки путем продажи компании другим инвесторам (как правило, стратегическим) на среднесрочном горизонте планирования 3–5 лет.

Сравнительный анализ доходности корпоративных сделок M&A и сделок LBO для спонсоров приведен на Рисунке 1.

Следует обратить внимание, что ведущими игроками на европейском рынке LBO являются крупнейшие европейские банковские группы, в то время как американские банки участвуют в сделках более выборочно (в основном в jumbo deals, осуществляемых американскими фирмами PE).

Для банков, предоставляющих кредитное финансирование, основными факторами сделок LBO являются:

1. Способность компании обслуживать долг в течение срока кредитования (cash for debt service), для чего кредиторы проводят стресс-тестирование структуры сделки.

2. Постепенное снижение показателей долговой нагрузки заемщика (de-leveraging).

3. Способность компании осуществить погашение кредитов и/или стратегия рефинансирования (re-payment/re-financing risk).

С точки зрения организации работы банков на данном рынке можно отметить следующие моменты:

- важность риск-менеджмента, включая процесс одобрения, стресс-тестирования и мониторинга сделок;
- роль синдикаций (так как практически все сделки реализуются по принципу синдикации; финансирование в двустороннем формате возможно только для сделок относительно небольшого объема);
- развитие и поддержание взаимоотношений с финансовыми инвесторами.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ СДЕЛОК LBO

Пакет кредитного финансирования сделки LBO состоит из нескольких траншей. Целевая структура определяется:

а) общим объемом сделки (за вычетом акционерного финансирования, предоставляемого спонсорами);

Рисунок 1
Сравнение показателей Return on Investment (далее — ROI) корпоративных сделок M&A (a) и сделок LBO (b)

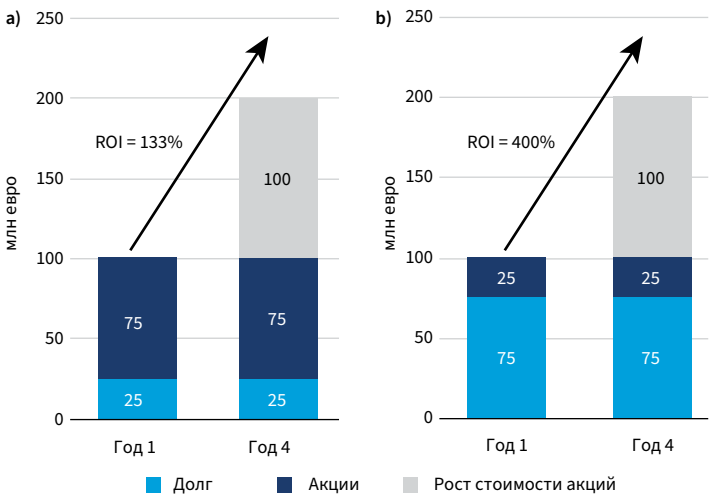

Рисунок 2
Схема реализации сделки LBO

б) суммой рефинансируемых текущих обязательств корпорации-цели; необходимыми денежными средствами для осуществления капитальных вложений и сделок M&A;

в) требованиями к поддержанию ликвидности;

г) транзакционными издержками.

Общий успех сделки находится в значимой зависимости от текущих условий долговых рынков, что напрямую влияет на результативность процесса синдикации и итоговую стоимость привлекаемого долга.

Одним из ключевых параметров структурирования финансирования сделки LBO является мультипликатор финансовой задолженности компании (leverage multiple), рассчитываемый на основании показателя EBITDA корпорации-цели. Для каждой конкретной сделки мультипликатор зависит от цикличности отрасли и рыночных позиций компании, опыта топ-менеджеров (что особенно релевантно для сделок MBO) и наличия у спонсоров стратегического бизнес-плана, подтвержденного в рамках процедуры due diligence.

Схема реализации сделки LBO приведена на Рисунке 2.

Структура кредитного финансирования сделки LBO рассчитана в Таблице 1. В рассматриваемом кейсе EBITDA корпорации-цели составляет 85 млн евро.

Приведем основные параметры траншей из Таблицы 1:

1. Term Loan A:

• Объем: зависит от способности заемщика обслуживать/выплачивать долг, отраслевой специфики, риск-аппетита банков.

• Срок: 6 лет (погашение наступает за 1 год до Term Loan B).

• График погашения: с амортизацией.

• Маржа: 325–400 б. п. над EURIBOR; уровень маржи устанавливается в зависимости от значения коэффициента Net Debt/EBITDA (margin grid).

• Кредиторы/инвесторы: коммерческие банки; фонды не участвуют в амортизируемых траншах.

2. Term Loan B:

• Объем: определяется рыночным спросом; при достижении необходимого объема данного транша возможно структурирование сделки без Term Loan A.

• Срок: 7 лет (погашение наступает через 1 год после Term Loan A).

• График погашения: одним платежом.

• Маржа: 375–450 б. п. над EURIBOR; применяется margin grid.

• Кредиторы/инвесторы: банки и фонды; наличие ликвидного вторичного рынка.

3. Second Lien:

• Объем: определяется рыночным спросом, так данный транш используется спонсорами для увеличения общего уровня задолженности компании; также зависит от способности заемщика обслуживать/выплачивать долг.

#	Источники финансирования	Срок, лет	Объем, млн евро	Доля, %	Процентная ставка, % годовых	Мульти-пликатор EBITDA, x
1	Term Loan A	6	110	13.75	4.50	1.29
2	Term Loan B	7	210	26.25	4.75	2.47
	Итого старший долг	-	320	40.00	-	3.76
3	Second lien	9	75	9.38	5.00	0.88
	Итого старший долг и second lien	-	395	49.38	-	4.65
4	Mezzanine	8	105	13.12	5.50 (cash) 6.00 (PIK)	1.24
Итого долговое финансирование		**-**	**500**	**62.50**	**-**	**5.00**
5	Shareholders' Loans	10	150	18.75	10.00 (PIK)	1.76
6	Shareholders' Equity	-	150	18.75	-	1.76
Итого акционерное финансирование		**-**	**300**	**37.50**	**-**	**3.53**
Итого пакет финансирования сделки		**-**	**800**	**100.00**	**-**	**9.41**

Таблица 1
Пример многотраншевой структуры кредитного финансирования сделки LBO

• Срок: превышает на 6–12 месяцев срок остальных траншей.

• График погашения: одним платежом.

• Маржа: 650–750 б. п. над EURIBOR.

• Кредиторы/инвесторы: коммерческие банки предоставляют андеррайтинг с дальнейшей продажей позиции.

4. Mezzanine:

• Объем: зависит от рыночной ситуации, финансовой модели и отраслевой специфики корпорации-цели.

• Срок: 8 лет.

• График погашения: одним платежом.

• Проценты: cash и payment in kind (PIK).

• Кредиторы/инвесторы: специализированные фонды, инвестирующие в подобные транши; вторичный рынок характеризуется ограниченными ликвидностью и количеством участников.

5. Shareholders' Equity:

• Денежные средства, направляемые спонсорами в непосредственно в акции компании.

6. Shareholders' Loan:

• Предоставляемый спонсорами сделки кредит.

Обратим внимание, что в структуре сделки также присутствуют undrawn facilities, которые включают:

Revolving Credit Facility (RCF):

• Цель: пополнение оборотного капитала заемщика.

• Срок и маржа: аналогично Term Loan A.

• Комиссия за резервирование денежных средств: 35% от маржи.

Acquisition/CAPEX Facility:

• Цель: финансирование расширения бизнеса заемщика за счет органических/неорганических источников роста.

• Срок и маржа: аналогично Term Loan A.

• Срок доступности денежных средств: 3–4 года, после чего начинается амортизация (полное погашение наступает до погашения Term Loan B).

Структурирование undrawn facilities зависит от особенностей каждой конкретной сделки. Как правило, данные транши предоставляются коммерческими банками, заинтересованными в дальнейшем развитии взаимоотношений с компанией.

Привлеченное спонсорами кредитное финансирование (в нашем примере — общим объемом 800 млн евро) будет направлено на следующие цели (см. Таблицу 2): (а) выкуп у текущих акционеров 100% акций корпорации-цели; (б) рефинансирование текущего долга компании; (в) оплату транзакционных издержек (в сделках LBO, ввиду их структурной сложности и необходимости вовлечения большого количества консультантов, достаточно высокие транзакционные издержки, которые могут составлять до 3% от общей суммы финансирования).

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ СДЕЛОК LBO

Основным инструментом рефинансирования сделок LBO является Whole Business Securitization (WBS). WBS представляет собой специализированный тип секьюритизации, при котором рефинансируются операционные активы корпорации-цели. Преимущества использования WBS для спонсоров заключаются в достижении более выгодных условий обслуживания долга по сравнению с традиционными источниками финансирования сделок LBO (рассмотренными в предыдущем разделе статьи).

Структурируются сделки WBS следующим образом. Special Purpose Vehicle (SPV) предоставляет кредит оригинатору сделки под залог денежных потоков от секьюритизируемых операционных активов. Затем SPV размещает облигации и рефинансирует данный кредит за счет привлеченных от инвесторов средств. При этом пул секьюритизируемых активов передается в специальную операционную компанию.

Заметим, что, в отличие от «стандартных» сделок секьюритизации (таких, например, как Mortgage-Backed Securities/Asset-Backed Securities, MBS/ABS), в сделках WBS секьюритизируемые активы остаются на балансе оригинатора, и он продолжает ими активно управлять с целью генерирования денежного потока для обслуживания предоставленного SPV кредита (и, соответственно, размещенных облигаций). В пул секьюритизируемых операционных активов входят активы разных классов, например: договоры франшизы, бренд, интеллектуальная собственность.

Помимо рефинансирования WBS может также использоваться спонсорами для финансирования сделки LBO в комбинации со стандартными инструментами данного рынка инструмента (подобные сделки называются Securitized Buy-Outs, SBO). При этом за счет размещения в рамках WBS облигаций с инвестиционным рейтингом спонсоры получают возможность как увеличить долговую нагрузку сделки, так и привлечь более дешевое финансирование (тем самым повышая свой ROI). Механизм WBS за счет передачи операционных активов новой компании для их последующей секьюритизации также может использоваться корпорациями с высокой долговой нагрузкой для привлечения денежных средств для финансирования капитальных вложений.

Приведем краткую историю рынка WBS. Данный рынок берет свое начало в Англии (что обусловлено особым отношением в английском праве к обеспеченным кредиторам), где подобные структуры стали применяться в 1990-х годов для привлечения финансирования в таких отраслях, как ресторанный бизнес, водоканалы, здравоохранение. Фирмы PE стали реализовывать так называемый подход OpCo/PropCo, при котором бизнес корпорации-цели разбивался на две компоненты: в первую входили активы (например, коммерческая недвижимость), во вторую — непосредственно операционный бизнес (который использовал данные активы). С точки зрения структуры важную роль в сделках WBS играют liquidity facilities, ко-

Таблица 2
Источники привлечения финансирования и цели использования денежных средств в сделках LBO

Источники привлечения финансирования	Объем, млн евро	Цели использования денежных средств	Объем, млн евро
Долговое финансирование	500	100% акций компании	450
		Рефинансирование текущей задолженности	326
Акционерное финансирование	300	Транзакционные издержки	24
Итого источники финансирования	**800**	**Итого цели использования денежных средств**	**800**
Undrawn facilities			
RCF	30	Пополнение оборотного капитала	15 (ср. уровень утилизации — 50%)
Acquisition / CAPEX Facility	70	Финансирование инвестиций и сделок M&A	70

торые при дефолте позволяют финансировать период поиска новых клиентов.

Таким образом не только достигалось создание дополнительной стоимости за счет более четкой оценки стоимости каждой из компонент (путем применения соответствующих каждому бизнесу мультипликаторов), но появлялась возможность привлечения к финансированию бизнеса разных классов инвесторов. Например, PropCo со стабильными денежным потоками от активов подходил для более консервативных инвесторов, в то время как фирмы PE могли концентрироваться на реструктуризации OpCo с перспективами роста акционерной стоимости.

Затем, во времена бурного экономического роста и беспрецедентной ликвидности мировых финансовых рынков начала 2000-х годов, сделки WBS стали использоваться для рефинансирования LBO в инфраструктурных секторах (например, аэропорты), в которых у компаний стабильный и прогнозируемый денежный поток, позволяющий привлечь долгосрочное финансирование через рассматриваемый механизм секьюритизации. Как отмечалось выше, со временем сделки WBS также стали использоваться для привлечения реструктуризации бизнеса компаний и создания дополнительной акционерной стоимости за счет «монетизации» денежных потоков определенных операционных активов/подразделений корпорации (например, недвижимости у компаний розничной торговли).

Далее сделки WBS стали использоваться спонсорами и на европейском, и на американском рынках. В частности, в США данные структуры стали популярны для рефинансирования капитала ведущих компаний сегмента fast food (подобные сделки называются franchise royalty securitization), что позволило снизить стоимость обслуживания долга таких известных компаний, как Dunkin' Brands, Domino's Pizza, Hertz[1]. Привлекательными для секьюритизации данные компании делает наличие стабильного денежного потока и приемлемого уровня задолженности (два ключевых факторах при анализе способности обслуживать долг), а также известность их бренда и значимая доля рынка. Не менее важными являются и факторы индустриальной организации отрасли, включающие барьеры входа новых игроков на рынок, подверженность отрасли влиянию новых технологий, риски изменения потребительских предпочтений.

Так как сделки WBS характеризуются высокими уровнями долговой нагрузки, ключевым элементом данных сделок является минимизация рисков как на микро- (performance risk, default risk), так и на макроуровне (industry risk, event risk). Для мониторинга и управления рисками в сделках WBS используется специализированный набор финансовых ковенант, включая minimum net worth и Debt Service Cover Ratio (далее — DSCR). С точки зрения управления ликвидностью ключевым является обслуживание долга: при наличии excess cash данные денежные средства могут быть направлены на досрочное погашение долга и только после этого — на капитальные вложения и/или дивиденды спонсорам. Еще одним «защитным» элементом для инвесторов является наличие в структуре сделки liquidity facilities, объем которых может достигать суммы, необходимой для обслуживания долга в течение 1.5–2 лет.

В рамках ковенанты minimum capital expenditures определяется уровень капитальных вложений, необходимый для поддержания способности компании генерировать денежный поток; при этом, соответственно, возможно изменение/замена/добавление соответствующих операционных активов в пул секьюритизации. Дивиденды спонсорам выплачиваются в зависимости от показателей денежного потока. Ключевыми с точки зрения бизнес-рисков являются ограничения change of business (изменение профиля деятельности) и mergers & acquisitions (как правило, активность на рынке M&A разрешается только при достижении определенных операционных результатов).

Еще одной отличительной характеристикой WBS является вовлечение инвесторов в деятельность компании путем назначения членов совета ди-

[1] Для детального анализа сделки Hertz см. статью: Laurent Bouvier & Tahir M. Nisar, Cogent Economics & Finance (2015), 3: 1009307.

ректоров и внешних консультантов, а также проведением регулярных встреч с топ-менеджментом. Именно поэтому топ-менеджментом активно реализуются инициативы, связанные с повышением эффективности операционных активов, оптимизацией персонала, улучшением качества обслуживания клиентов.

С точки зрения кредитного рейтинга[1] сделки WBS могут иметь более высокий рейтинг за счет наличия в них элементов дополнительного контроля со стороны держателей облигаций (через структуру SPV и соответствующие финансовые ковенанты), а также структуры долга, включающей более длинные сроки его погашения и использования амортизации, что обеспечивает соблюдение необходимого уровня DSCR. Тем не менее для данного рынка характерны достаточно высокие мультипликаторы задолженности (6x–8x), что совместно с использованием специального подхода к расчету adjusted EBITDA повышает риск данных сделок и ставит инвесторов в зависимость от способности топ-менеджеров компании генерировать необходимый денежный поток (net securitized cash flow).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной статье рассмотрен «жизненный цикл» сделок LBO, включающий:

- выбор фирмами PE подходящей корпорации-цели, с учетом факторов индустриальной организации отрасли, реструктуризации бизнеса компании для создания стоимости, перспектив дальнейшей продажи актива «стратегу»;
- структурирование привлечения финансирования от банков (Term Loan A) и инвесторов (Term Loan B) с целью максимизации долгового капитала;
- применение WBS для рефинансирования с целью снижения стоимости обслуживания долга.

С точки зрения экономики сделок LBO большое значение имеют перспективы роста продаж и повышения цен корпорацией-целью. Хотя спонсоры проводят реструктуризацию бизнеса (включая повышение эффективности использования операционных активов, оптимизацию персонала, улучшение качества обслуживания клиентов), основной рост стоимости акционерного капитала достигается за счет роста EBITDA и применения более высоких мультипликаторов. Также важным является потенциал проведения дальнейших сделок M&A для улучшения рыночных позиций компании и ее дальнейшей продажи на горизонте 4–5 лет.

При структурировании финансирования сделок LBO ключевым фактором является минимизация акционерного капитала спонсоров, что напрямую влияет на общую доходность сделки (измеряемую ROI). При этом структура сделки находится в прямой зависимости от рыночной конъюнктуры: именно от риск-аппетита банков/инвесторов зависит как общая стоимость долга, так и распределение долей между Term Loan A и Term Loan B (последний, вследствие своего более длительного срока и отсутствия амортизации, является более предпочтительным для спонсоров). Для банков ключевым является риск-менеджмент (способность заемщика обслуживать и погашать/рефинансировать долг), в то время как для инвесторов важную роль играет доходность и наличие ликвидного вторичного рынка.

Секьюритизация посредством механизма WBS предоставляет спонсорам дополнительный источник создания стоимости за счет рефинансирования капитала и снижения стоимости обслуживания долга корпорации-цели. Данные результаты достигаются за счет использования в подобных сделках операционных активов компании, генерирующих стабильные денежные потоки, и специальных структурных элементов, включающих контроль держателей облигаций за топ-менеджерами компании через представительство в совете директоров и ряд финансовых ковенант, регулирующих капитальные вложения и выплату спонсорам дивидендов. Сделки WBS имеют ряд важных отличий от «стандартных» сделок MBS/ABS, включая формат передачи активов SPV, разнородность данных активов, необходимость в продолжающемся управлении секьюритизируемыми активами и соответствующими данным активам рисками.

[1] Для анализа структурных аспектов присвоения рейтингов сделкам WBS см. отчет Fitch: U.S. Whole Business Securitization, fitchratings.com

BCS GLOBAL MARKETS
Debt Capital Markets

- БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- СОЦИАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- ЗЕЛЕНЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- РОЗНИЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ
- СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

BCS Global Markets, глобальный инвестиционный банк Финансовой группы БКС, оказывает участникам финансового рынка корпоративные, инвестиционно-банковские и брокерские услуги.

BCS Global Markets работает со всеми категориями клиентов – от физических лиц и компаний МСП до крупных институциональных клиентов, оказывая широкий спектр услуг.

BCS Global Markets стал лауреатом премии «Cbonds Awards 2020» в 9 номинациях, в т.ч. «Лучшая сделка структурированного финансирования», «Лучшая сделка первичного размещения high-yield», «Лучшая сделка первичного размещения в нефинансовом секторе», «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и др.

Обслуживание клиентов осуществляется по всему миру через наши основные центры в России, Великобритании, США и на Кипре.

[a] BCS Global Markets® является зарегистрированной торговой маркой (торговым знаком), обозначающим услуги, оказываемые на территории России
(1) ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459з34, место нахождения: 630099, Россия, г. Новосибирск, ул. Советская д. 37, лицензии на осуществление брокерской деятельности №154-04434-100000 от 10.01.2001.
(2) АО «БКС Банк», Генеральная лицензия ЦБ РФ №101 от 29.11.2013.

Реклама

DCM@bcsgm.com
Россия, 129110, Москва, проспект Мира, 69, стр. 1

bcsgm.com